

TAMPEREEN YLIOPISTO

Johtamiskorkeakoulu

**YHTEISKUNTAVASTUU TYÖELÄKEYHTIÖIDEN
SIJOITUSTOIMINNASSA**

Vakuutustiede

Pro gradu –tutkielma

Kesäkuu 2018

Tekijä: Joonatan Tiainen

Ohjaaja: Lasse Koskinen

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto	Johtamiskorkeakoulu: vakuutustiede & riskienhallinta
Tekijä:	TIAINEN, JOONATAN
Tutkielman nimi:	Yhteiskuntavastuu työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa
Pro gradu –tutkielma:	99 sivua, 4 liitesivua
Aika:	Kesäkuu 2018
Avainsanat:	Suomen työeläkejärjestelmä, sijoitustoiminta, vastuullinen sijoittaminen, yhteiskuntavastuu

Yksityisten alojen työeläkeyhtiöt ovat merkittäviä yhteiskunnallisia toimijoita noin 120 miljardin sijoitusvarallisuudellaan. Kaikki työntekijät, työnantajat ja yrittäjät maksavat pakollista työeläkemaksua, jonka hallinnoinnista vastaavat erilaiset eläkelaitokset. Sijoitustoiminnan tarkoitus on hillitä eläkemaksujen korotuspaineita ja varmistaa eläkkeiden maksu myös tulevaisuudessa. Suomen eläkejärjestelmässä yksityiset yhtiöt hoitavat lakisääteistä tehtävää ja kansalaisten eläkevaroja hallinnoidessa niillä on merkittävä yhteiskuntavastuu oman toimintansa ohella. Yksityisten alojen työeläkeyhtiöitä on vuoden 2018 alusta alkaen viisi kappaletta. Tässä tutkielmassa selvitetään, kuinka työeläkeyhtiöt huomioivat yhteiskuntavastuun sijoitustoimintansa osalta ja tutkielman pääpaino on siten vastuullisessa sijoittamisessa. Asian käsittely on jaettu siten, että millä tavoin yhtiöt huomioivat vastuullisuusasiat yleisellä tasolla, millä tavoin asioiden käsittely eroaa eri omaisuuslajien osalta sekä miten lakisääteisyyden ja median rooli vaikuttavat asiaan.

Tutkimusote on tutkielmassa kvalitatiivinen ja tutkimusmenetelmänä on käytetty puolistrukturoitua teemahaastattelua. Eri organisaatioiden asiantuntijoita on haastateltu tutkimusta varten yhteensä kuusi kappaletta. Haastateltavista neljä edustaa yksityisten alojen työeläkeyhtiöitä, yksi haastateltava on julkiselta puolelta ja yksi valvovasta elimestä tuoden tutkielmaan juridista näkökulmaa. Kaikilla haastateltavilla on usean vuoden kokemus omasta toimialastaan. Osalla toimenkuva liittyy sijoitustoimintaan, osalla vastuullisuusasioiden koordinoimiseen ja osalla molempiin. Muut haastattelut ovat toteutettu saman haastattelurungon avulla, mutta viimeiseksi mainitussa on käytetty eri kysymyksiä haastattelun luonteen erilaisuudesta johtuen.

Yhteiskuntavastuu on kaiken kaikkiaan merkittävä työeläkeyhtiöiden toimintaa ajava tekijä. Vastuullisen sijoittamisen merkitys kasvaa yleisellä tasolla koko ajan ja myös eläkeyhtiöiden on oltava toiminnassa mukana. Eläkeyhtiöt mieltävät vastuullisuuden keskenään hiukan erilaisilla, mutta pääpiirteet ja useat toimenpiteet ovat yhtenäisiä. Yksi keino toteuttaa vastuullista sijoittamista on sulkea pois kohteita, mihin ei halua sijoittaa. Tämä koskee usein määrättyjä toimialoja tai joitakin maantieteellisiä alueita. Vaikuttaminen on merkittävä osa eläkeyhtiöiden vastuullista toimintaa ja suurella sijoitusmassalla eläkeyhtiöillä on toisinaan aidosti mahdollisuus vaikuttaa. Vastuullinen sijoitustoiminta eroaa eri omaisuuslajien kohdalla toisistaan. Esimerkiksi suorissa osakesijoituksissa listattuihin tai listaamattomiin yrityksiin, on eläkeyhtiöillä mahdollisuus vaikuttaa yrityksen toimintaan. Pääomasijoituksissa tällainen voi olla mahdollista jo aikaisessa vaiheessa. Korkosijoituksien kannalta vastuullisuus ilmenee enemmän riskienhallinnassa. Mediassa uutisoidaan usein eläkeyhtiöiden toiminnasta ja etenkin sijoitusten kvartaalituotoista uutisoidaan usein. Vastuullisuusasioista uutisointi on usein negatiivissävytteistä, vaikka toisinaan olisi mahdollisuus uutisoida positiivisesta näkökulmasta. Eläkeyhtiöillä on olemassa suuri yhteiskuntavastuu ja kaikki toimijat yrittävät toteuttaa sitä parhaalla mahdollisella tavalla.

Sisällysluettelo

1	JOHDANTO.....	1
1.1	Aihealueen esittely	1
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimuskysymykset	2
1.3	Keskeiset käsitteet ja rajaukset	3
1.4	Tieteelliset lähtökohdat tutkimukseen	5
1.5	Tutkimusmenetelmät ja –aineisto	6
1.6	Aikaisemmat tutkimukset	7
1.7	Teoreettinen viitekehys.....	8
1.8	Tutkimuksen rakenne	9
2	SUOMEN TYÖELÄKEJÄRJESTELMÄ.....	11
2.1	Järjestelmän rakenne.....	11
2.1.1	Mahdolliset järjestelmät	11
2.1.2	Suomen eläkejärjestelmän rakenne	13
2.2	Järjestelmän rahoitus	16
2.2.1	Mahdolliset rahoitusmuodot.....	16
2.2.2	Suomen eläkejärjestelmän rahoitus	17
2.3	Työeläkejärjestelmän sääntely ja valvonta	19
2.3.1	Vakuutustoiminnan ja eläkejärjestelmien sääntely	19
2.3.2	Suomen työeläkejärjestelmän sääntely ja valvonta	20
2.4	Työeläkevakuuttajat.....	23
2.4.1	Yksityisten alojen työeläkevakuuttajat.....	23
2.4.2	Julkisten alojen työeläkevakuuttajat.....	23
2.4.3	Työeläkesäätiöt ja –kassat sekä muut.....	24
3	TYÖELÄKEYHTIÖIDEN SJOITUSTOIMINTA.....	25
3.1	Sijoitustoiminta ja sen teoria	25
3.1.1	Hajautus ja tuotto	25
3.1.2	Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi	27
3.1.3	Aktiivinen ja passiivinen sijoitustyyli	28
3.1.4	Erilaisia sijoitusinstrumentteja	30
3.2	Työeläkesijoittaminen	32
3.2.1	Sijoitustoiminnan merkitys Suomen työeläkejärjestelmässä	32
3.2.2	Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan hajautus.....	33
3.2.3	Työeläkeyhtiöiden sijoitustuottojen historiaa	35
4	YHTEISKUNTAVASTUU	37

4.1	Yhteiskuntavastuu osana yritysten toimintaa	37
4.1.1	Yhteiskuntavastuu käsitteenä	37
4.1.2	Yhteiskuntavastuu prosessina	38
4.1.3	Yhteiskuntavastuun raportointi ja mittaaminen	40
4.2	Vastuullinen sijoittaminen.....	42
4.2.1	Vastuullisen sijoittamisen määrittely	42
4.2.2	Vastuullinen sijoittaminen käytännössä	43
4.2.3	Vastuullinen sijoittaminen Suomen työeläkejärjestelmässä	46
5	ASIAANTUNTIJAHAASTATTELUT: YHTEISKUNTAVASTUU TYÖELÄKEYHTIÖIDEN SIOITUSTOIMINNASSA	49
5.1	Asiantuntijahaastattelut ja niiden toteutus	49
5.2	Yhteiskuntavastuu työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa	51
5.3	Yhteiskuntavastuun toteutuminen eri omaisuuslajeissa	71
5.4	Lakisääteisyys ja median roolit työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa.....	75
5.5	Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan sääntely ja valvonta.....	80
6	YHTEENVETO	84
6.1	Johtopäätökset	84
6.1.1	Yhteiskuntavastuun huomiointi työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa	84
6.1.2	ESG-asioiden huomiointi eri omaisuuslajien osalta.....	88
6.1.3	Toiminnan lakisääteisyys ja median roolin vaikutus sijoitustoimintaan	90
6.2	Tutkielman arviointi	92
6.3	Jatkotutkimukset ja tulevaisuus	93

LÄHDELUETTELO

LIITE 1: HAASTATTELUKYSYMYKSET TYÖELÄKELAITOSTEN EDUSTAJIEN HAASTATTELUIHIN

LIITE 2: HAASTATTELUKYSYMYKSET FINANSSIVALVONNAN HAASTATTE- LUUN

KUVIOLUETTELO

Kuvio 1. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys.....	8
Kuvio 2. Suomen eläkejärjestelmän pääpiirteet.....	15
Kuvio 3. Yksityisten alojen työeläkerahan kiertokulku 2016, miljardia euroa.....	19
Kuvio 4. Työeläkeyhtiöiden sijoitusten jakautuminen vuosina 1980–2016.....	34
Kuvio 5. Sijoituskanta alueittain 2004–2017 – Eläkevakuutusyhtiöt.....	35
Kuvio 6. Yksityisalojen työeläkesijoitusten nimellinen tuotto 1997–2017, prosenttia sitoutuneesta pääomasta.....	36

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely

Suomen eläkejärjestelmä on luonteeltaan ainutlaatuinen. Suomessa kaikki työnantajat sekä työntekijät ja yrittäjät maksavat pakollista työeläkemaksua. Maksut kerätään eri eläkelaitoksiin, joiden on sijoitettava varat tuottavasti ja turvaavasti. Järjestelmässä siis yksityiset eläkelaitokset hoitavat lakisääteistä tehtävää.

Yksityisalojen työeläkelaki on syntynyt vuonna 1962, jolloin voimaan astuivat TEL (työntekijäin eläkelaki) sekä LEL (lyhytaikaisissa työsuhteissa olevien työntekijäin eläkelaki). Vuonna 1986 asetettiin näiden rinnalle voimaan TaEL (taiteilijoiden ja eräiden erityisryhmiin kuuluvien eläkelaki). Vuonna 2007 nämä kaikki kolme edellä mainittua yhdistettiin ja syntyi TyEL (työntekijän eläkelaki), joka on voimassa edelleen ja jota tehty työ kerryttää. (Tela 2018a)

Suomen eläkejärjestelmä on luonteeltaan osittain rahastoiva ja sisältää täten piirteitä sekä rahastoivasta järjestelmästä että jakojärjestelmästä. Tämä tarkoittaa sitä, että osa lakisääteisistä eläkemaksuista käytetään tämän hetkisten eläkkeiden maksuun ja osa puolestaan rahastoidaan. (Rissanen ym. 2017, 18) Rahastoidut varat sijoitetaan, jotta eläkemaksujen nousupainetta hillittäisiin. Ilman rahastointia ja sijoituksista saatavaa tuottoa menojen kasvu kustannettaisiin eläkemaksuista. Etuusperusteisuuden takia sijoitustuotot eivät kuitenkaan vaikuta suoraan maksettavan eläkkeen määrään. (Vatanen 2016, 192–193)

Eläkeyhtiöt ovat suuria institutionaalisia sijoittajia, joiden toimintaa seurataan jatkuvasti. Eläkevarat ovat merkittävä osa Suomen kansantalouttakin: vuonna 2016 eläkevaroja oli hieman alle 190 miljardia euroa, josta yksityisten alojen osuus oli noin 118 miljardia euroa (Tela 2017a). Järjestelmän lakisääteisyys sekä sijoitusvarallisuuden suuri koko herättävät keskustelua kansan keskuudessa.

Eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnasta uutisoidaan mediassa aika ajoin. Toisinaan eläkesijoittajat joutuvat negatiiviseen valoon sijoitustoimintansa osalta. Esimerkiksi Kauppalehti uutisoi, että suomalaisten eläkevaroista suuri osa sijoitetaan veroparatiiseihin (Kauppalehti 7.11.2017). Myös vuoden 2018 alussa Ilmariseen sulautunut Etera sai huonoa mainetta, kun yksi sijoitus paljastui suljetuksi rahastoksi, jota venäläiset hallinnoivat veroparatiisien kautta. Tämä aiheutti

aikanaan miljoonatappiot suomalaissijoittajille. (YLE 2.12.2017) Aihe herättää usein keskustelua ja moni tuomitseekin varojen kierrättämisen Caymansaarten, Irlannin tai Luxemburgin kautta, vaikka toiminta ei olekaan laitonta. Tutkielmassa pyritään ottamaan tarkemmin selvää, miten veroparatiisit ja niiden käyttäminen nähdään eläkeyhtiöissä. Lisäksi selvitetään, kuinka eläkeyhtiöissä suhtaudutaan veroparatiiseja koskevaan uutisointiin.

Vastuullisuuteen liittyvä uutisointi tuntuu usein olevan negatiivissävytteistä. Tässä pyritäänkin tutustumaan teemaan pintaa syvemmälle ja tutkimaan, mitä kaikkea vastuullisuus pitää sisällään ja miten asiasta voi löytää epäkohtien lisäksi mahdollisuuksia. Vastuullisuus on tulkinnanvaraista, eikä täten jokaiseen aiheeseen ole olemassa yksioikoista vastausta jonkin määrätyn asian oikeellisuudesta tai hyväksyttävyydestä. Kyse on pitkälti moraalista ja etiikasta, joten tutkielma on varsin moniulotteinen. Keskustelu eläkevarojen sijoittamisesta ja vastuullisuudesta tulee varmasti jatkumaan koko sen ajan, minkä nykyinen eläkejärjestelmä on voimassa.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimuskysymykset

Tutkimuskysymyksiä on yhteensä kolme. Ensimmäinen tutkimuskysymys on: ”*Millä tavoin eläkeyhtiöt ottavat yhteiskuntavastuun huomioon sijoitustoiminnassaan?*” Tämän kysymyksen avulla on pyrkimys selvittää se, minkälaiseksi eläkeyhtiöt mieltävät yhteiskuntavastuun luonteeseen sijoitustoiminnassaan. Yhteiskuntavastuun termin mieltämisestä juontuu erilaisten keinojen selvittäminen yhteiskuntavastuun osa-alueiden toteuttamiseksi. Kysymys on laaja-alaisin kaikista kolmesta ja kattaa käytännössä koko tutkittavan aihealueen, koska yhteiskuntavastuuta käsitellään yleisellä tasolla.

Toinen tutkimuskysymys on: ”*Kuinka toiminnan lakisääteisyys sekä median roolin vaikutus ovat muuttuneet eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa?*” Se, että Suomessa yksityiset toimijat hoitavat lakisääteistä toimintaa, aiheuttaa omat erityispiirteensä koko toimialalle. Tämän kysymyksen avulla halutaan saada selville, miten järjestelmän ainutlaatuisuus lakisääteisyys osalta vaikuttaa sijoitustoimintaan ja miten se liittyy yhteiskuntavastuuseen. Median rooli ja eläkeasioista uutisointi on tärkeää, sillä viestinnän avulla kansan yleinen mielipide muokkautuu. Tästä johtuen samalla pyritään saamaan selville, kuinka eläkeyhtiöt näkevät toiminnassa median roolin ja mihin suuntaan rooli on mahdollisesti muuttunut ajan saatossa.

Kolmas tutkimuskysymys kuuluu: ”*Miten ESG-asiat ja muu vastuullisuus huomioidaan eri omaisuuslajeissa?*” Kysymyksen avulla selvitetään käytännön toimia yhteiskuntavastuun toteuttamiseksi eläkesijoittamisessa. Tarkoitus on saada selville, kuinka erilailla eri sijoitusinstrumenttien osalta yhteiskuntavastuuta tulee käsitellä. Tähän liittyen selvityksen alla on, että mitä asioita eläkesijoittajan tulee huomioida, jotta yhteiskuntavastuu toteutuu. Eri omaisuuslajit ovat keskenään niin eriluonteisia, ettei niiden kohdalla voi tehdä samoja toimenpiteitä, vaan asioita on katsottava monesta eri suunnasta.

Tutkimuksen tavoitteena on siis kokonaisvaltaisesti selvittää se, miten työeläkeyhtiöt huomioivat yhteiskuntavastuun sijoitustoiminnassaan. Yhtiöillä on kuitenkin selvästi olemassa yhteiskuntavastuunsa niiden lakisääteisestä tehtävästä sekä sijoitusvarallisuudestaan johtuen. Tavoite on selvittää asia itse yhteiskuntavastuun mieltämisen, lakisääteisyiden ja median roolin sekä eri omaisuuslajien osalta. Näitä kautta selvittäessä on tarkoitus saada mahdollisimman laaja kuva teemasta.

1.3 Keskeiset käsitteet ja rajaukset

Eläke on työuran jälkeen saatava säännöllinen tulo. Se voi olla työ- tai kansaneläkettä. (Tela 2017b)

Työeläke on eläke, joka muodostuu työuran ansioista sekä määrätyistä palkattomista etuuksista. Palkkatöissä käyville työeläkettä alkaa kertyä 17-vuotiaana ja yrittäjille 18-vuotiaana. (Tela 2017b)

Työeläkevakuutusyhtiö on instituutio, joka hoitaa yksityisten alojen työntekijöiden sekä yrittäjien eläketurvaa. Oikeudelliselta muodoltaan yhtiö voi olla keskinäinen vakuutusyhtiö tai vakuutusosakeyhtiö. Työeläkevakuutusyhtiöitä on vuoden 2018 alusta lähtien viisi kappaletta. (Tela 2017c, Työeläke 2017)

Vastuuvetka on työeläkeyhtiöiden toimintaa ohjaava kokonaissumma, joka lasketaan matemaattisesti arvioimalla eläkelaitoksen vastuulla olevat suoritukset. Kyseiset suoritukset ovat jo maksettavina olevia tai ansaittuja ja myöhemmin maksettavia eläkkeitä. (Rissanen ym. 2017, 19)

Vastuullinen sijoittaminen on sijoitustoimintaa, jossa huomioidaan ympäristöasiat, sosiaalisen vastuu sekä hallintotapa-asiat. Näitä kutsutaan ESG-asioiksi (*environment, social and governance*). Vastuullisen sijoittamisen kautta paranevat salkun riski- ja tuottoprofiilit, jonka lisäksi sijoittaja hakee samalla yhteiskunnallista hyväksyntää toiminnalleen. Sen juuret ovat eettisessä sijoittamisessa, eikä ole yhtä ainoaa tapaa toteuttaa sitä. (Hyrskke ym. 2012, 11) Vastuullinen sijoittaminen liittyy kiinteästi yhteiskuntavastuuseen ja tutkielmassa niitä toisinaan pidetään synonyymeinä. Vastuullista sijoittamista käsitellään tarkemmin alaluvussa 4.2.

Yhteiskuntavastuu tarkoittaa yrityksen velvoitetta toimia vastuullisesti omassa yhteiskunnassa ja myös muualla. Yhteiskuntavastuu on kestävän kehityksen periaatteiden huomioimista ja toteuttamista yritystoiminnassa. Se voidaan jakaa taloudelliseen, ekologiseen ja sosiaaliseen osa-alueeseen. (Suomen YK-liitto 2017) Yhteiskuntavastuuta ja siihen liittyviä osa-alueita, kuten raportointia, käsitellään tarkemmin alaluvussa 4.1.

Tutkielmassa käsittelyssä olevat instituutiot on rajattu yksityisten alojen työeläkeyhtiöihin. Yhtiöitä on viisi kappaletta, joten niistä kaikista saatava materiaali on määrältään riittävä, muttei liian hajanainen. Yhtiöt ovat keskenään erikokoisia, joten lähestymistapa ja asioiden käsittely on luontevasti erilaista. Tutkielmasta on jätetty rajauksella pois julkisten alojen eläkevakuuttajat Keva, Kirkon Eläkerahasto sekä Valtion Eläkerahasto, eli VER. Kirkon Eläkerahastosta saadaan vertailukappaletta empiriaosuudessa, mutta sen toiminta ei varsinaisesti kuulu tutkimus-alueeseen. Nämä instituutiot toimivat hieman eri lähtökohdista, sillä niiden rahoitus ei ole samanlaista, kuin yksityisten alojen työeläkevakuuttajilla. Myös kaikki eläkekassat ja –säätiöt ovat rajattu pois tutkimuksesta. Niiden toimintaa esitellään teoriaosuudessa, mutta varsinaisia tutkimustuloksia ei oteta niiden kannalta huomioon. Yksityiset työeläkeyhtiöt luovat tutkielmalle selkeät viitekehykset, joiden puitteissa käsiteltävät teemat eivät leviä liian laajalle alueelle ja asiat pysyvät vertailukelpoisina.

Yhteiskuntavastuu-termiä ei ole varsinaisesti mitenkään rajoitettu. Teoriaosuudessa sitä käsitellään ja tutkitaan eri kanteilta ja termille on olemassa vaihtoehtoisia määritelmiä. Sen rajaaminen tutkielmassa ei ole mielekästä sen takia, että tarkoitus on selvittää, miten eläkeyhtiöissä yhteiskuntavastuu mielletään. Jos yhteiskuntavastuuta alkaisi rajaamaan tutkielmassa, sulkisi se ulkopuolelle paljon arvokasta materiaalia ja tavallaan sitoisi eläkeyhtiöiden edustajien vastauksia. Käytännössä yhteiskuntavastuu mielletään tutkimuksessa vastuulliseksi sijoittamiseksi, sillä sen luonne kytkeytyy siihen niin voimakkaasti. Periaatteessa kaikki tutkielmassa

esiintyvät vastaukset liittyvät juuri sijoitustoiminnan vastuullisuuteen, joka toimii useassa tapauksessa synonyyminä yhteiskuntavastuulle, kun asiaa tarkastellaan eläkeyhtiöiden näkökulmasta.

1.4 Tieteelliset lähtökohdat tutkimukseen

Tutkielmassa tutkimusote on *kvalitatiivinen*, mikä sopii siihen hyvin kyseisen teeman monimuotoisuuden takia. Kvalitatiiviseen tutkimukseen sopii, että käsiteltävät asiat eivät ole määrellisesti mitattavissa ja tutkimuksessa kuvataan ns. todellista elämää (Hirsjärvi, Sajavaara & Remes 2015, 161). Kvalitatiivinen tutkimus käsittää joukon erilaisia tulkinnallisia tutkimuskäytäntöjä. Sen selkeä määrittely on hankalaa, koska sillä ei ole teoriaa tai paradigmaa. (Metsämuuronen 2003, 162) Nimenomaan tämänlaiselle kvalitatiiviselle tutkimukselle ovat ominaispiirteitä, että suositaan ihmistä tiedon keruun instrumenttina ja laadullisia metodeja käytetään aineiston hankinnassa. Ihmistä voidaan hyödyntää hyvin tiedon lähteenä siitä syystä, että ihminen sopeutuu vaihteleviin tilanteisiin tarpeeksi joustavasti. (Hirsjärvi ym. 2015, 164) Tässä tutkielmassa ihmiset ovat keskiössä, sillä käsiteltävät teemat ovat usein subjektiivisia ja mielipiteet sekä näkökulmat vaihtelevat osittain paljonkin. Lisäksi kyseisen tutkimuksen tarkoitus on olla *kartoittava* ja *selittävä*. Ajatuksena on löytää uusia näkökulmia ja ilmiöitä sekä kehittää hypoteeseja. Näiden lisäksi tutkielmassa on tarkoituksena löytää todennäköisiä syy-seurausketjuja. (Hirsjärvi ym. 2015, 138) Selittävyys näkyy voimakkaasti myös siitä syystä, että kyse on vuorovaikuttavuudesta.

Kvalitatiivinen tutkimus sopii tähän hyvin ja lisäksi haastatteluja on käsiteltävän aiheen osalta tarpeeksi monta. Yhteensä kuusi kappaletta haastatteluja tuo tarpeeksi laajan otannan, sillä eläkelaitosten ja toiminnan valvojien määrä on Suomessa kovin rajallinen. Enempää haastateltavia ei oikeastaan löydy ainakaan eri organisaatioista, mikäli raja on tehty tutkielman kaltaisella tavalla ja lisäksi kaikki haastateltavat liittyvät nimenomaan käsiteltävään teemakokonaisuuteen. Tutkielman kvalitatiivinen luonne ja haastattelujen käyttö materiaalin hankkimiseen ovat siis perusteltuja valintoja.

1.5 Tutkimusmenetelmät ja –aineisto

Tutkimuksessa keskiössä ovat asiantuntijahaastattelut, joista muodostuvat käytännön vastaukset sekä materiaali käsiteltäviin teemoihin. Haastattelu osana tutkimusta on vuorovaikutustilanne, johon liitetään viisi tunnusomaista piirrettä: haastattelu on ennalta suunniteltu ja aiheeseen perehtynyt haastattelija saa luotettavaa tietoa tutkimusongelman kannalta tärkeiltä alueilta, haastattelu on haastattelijan alulle laittama ja ohjaama, haastattelija joutuu ylläpitämään haastateltavan motivaatiota, haastateltava oppii roolinsa haastattelun kuluessa ja haastateltavan on pystyttävä luottamaan annettujen tietojen luottamukselliseen käsittelyyn (Hirsjärvi & Hurme 2011, 43; Metsämuuronen 2003, 187).

Tutkimushaastattelut eroavat toisistaan strukturointiasteen perusteella, eli kysymyksien muotoilun kiinteydestä sekä haastattelijan tilanteen jäsentelystä (Hirsjärvi & Hurme 2011, 43). Ennen haastattelua on pohdittava tarkoin, että kuinka tarkasti haluaa käsiteltäviä asioita ja tätä myöten haastateltavien vastauksia rajata. Tässä tutkimuksessa käytettävä haastattelumuoto on *puolistrukturoitu haastattelu*, joka on lomakehaastattelun ja strukturoimattoman haastattelun välimuoto. Kysymysten muoto on sama, mutta niiden järjestys saattaa vaihtua eikä vastauksia ole sidottu ei vastausvaihtoehtoihin. Haastattelija voi myös vaihdella sanamuotoa. Ominaista on, että jokin haastattelun näkökohta on lyöty lukkoon, mutta ei kaikkia. Tutkielmassa on kyseessä ns. *teemahaastattelu*. Se tarkoittaa, että haastattelu on kohdennettu määrättyihin teemoihin, joista keskustellaan. (Hirsjärvi & Hurme 2011, 47)

Vaikka tässä tapauksessa kyse on kvalitatiivisesta tutkimuksesta, on haastattelua mahdollista soveltaa myös kvantitatiivisissa tutkimuksissa. Haastattelu ei siis ole sidottu kvantitatiiviseen tai kvalitatiiviseen, eikä se ota kantaa haastattelukertojen määrään. Teemahaastattelu on lähempänä strukturoimatonta kuin strukturoitua ja se on puolistrukturoitu siitä syystä, että haastattelun aihepiirit, eli teema-alueet, ovat kaikille samat. Lisäksi kysymysten tarkka muoto ja järjestys puuttuvat. Toisaalta se ei ole kuitenkaan niin vapaa, kuin syvähaastattelu. (Hirsjärvi & Hurme 2011, 48)

Kuten on käynyt ilmi, materiaali syntyy asiantuntijoiden ajatuksista vuorovaikutustilanteessa, joissa haastateltavien ajatuksia on selvitetty ja niitä on toisinaan pyritty herättelemään erilaisin keinoin. Ajatuksena on välittää kuvaa haastateltavan ajatuksista, kokemuksesta ja tunteista. Tässä tutkielmassa haastattelu tehdään suorasti, sillä haastateltavalta kysytään uskomuksista, kokemussisällöistä sekä arvostuksista. (Hirsjärvi & Hurme 2011, 41)

1.6 Aikaisemmat tutkimukset

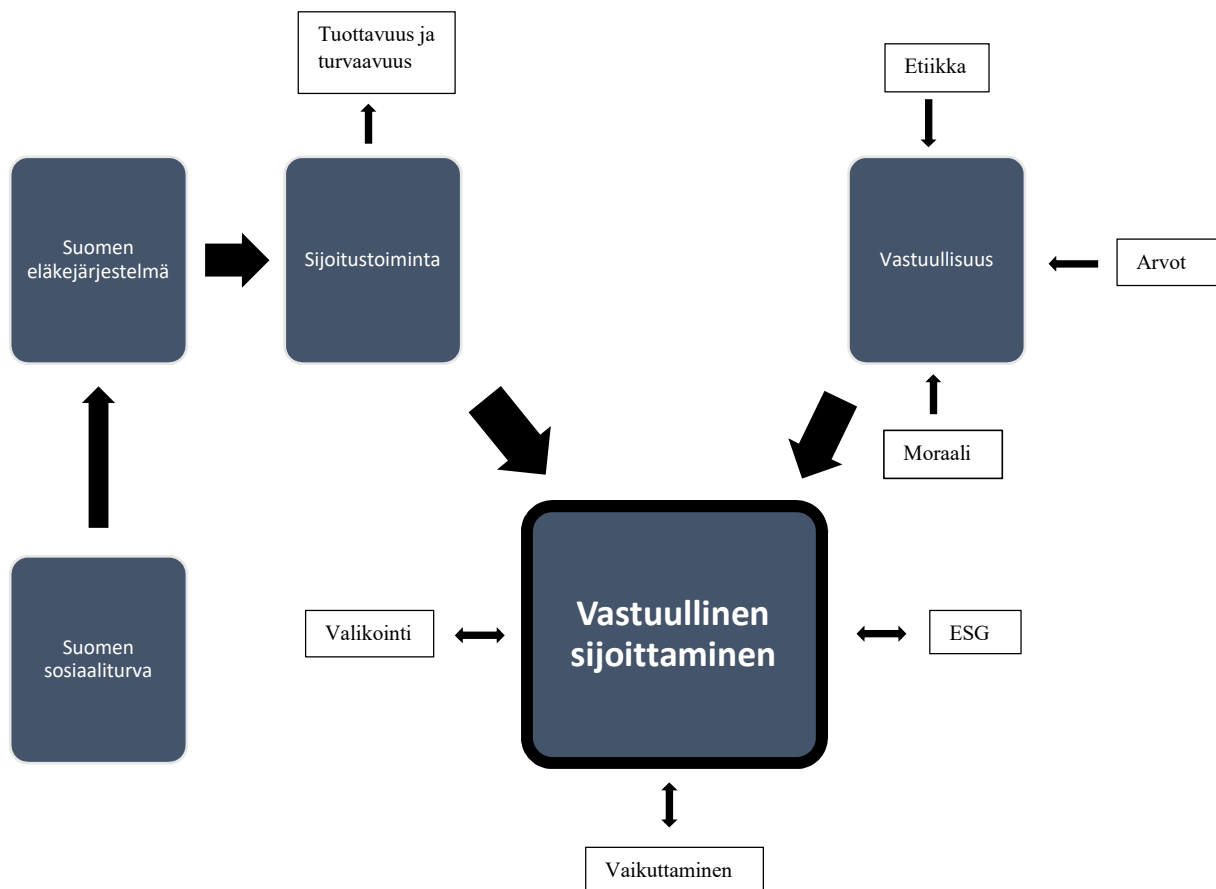
Sekä työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa että yhteiskuntavastuuta on aiemminkin käsitelty akateemisissa tutkimuksissa. Yhteiskuntavastuu on toki monisäikeinen aihe, jota voidaan soveltaa moneen muuhunkin eri teemakokonaisuuteen. Ville-Pekka Sorsan vuonna 2006 Jyväskylän yliopiston yhteiskuntatieteelliseen tiedekuntaan tekemä pro gradu –tutkielma *Työeläkevakuutusyhtiön yhteiskuntavastuullinen osakesijoittaminen* on aihepiiriltään sama kuin tässä tutkielmassa. Tutkielma sisältää siis sekä työeläkesijoittamisen että yhteiskuntavastuun, mutta asiaa lähestytään enemmän sosiaalipolitiikan kannalta, joihin tulkinnot liittyvät. Maailma on myös muuttunut kovasti viimeisen kahdentoista vuoden aikana.

Jotkin Tampereen yliopiston Johtamiskorkeakoulun vakuutustieteen opiskelijoiden pro gradu –tutkielmista ovat myös liittyneet käsiteltäviin teemoihin. Sonja Kivelän tutkielma *Työeläkeyhtiön yhteiskuntavastuu yhtiön ja asiakkaiden kokemana* vuodelta 2014 liittyy työeläkeyhtiöt ja yhteiskuntavastuun yhteen. Myös Niko Karhapään vuonna 2016 valmistunut pro gradu *Suomen työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta ja sen tulevaisuus* liittyy vahvasti aiheeseen, kuten nimikin jo kertoo. Vuodelta 2005 oleva Kati Kurikan pro gradu *Yhteiskuntavastuu Suomessa toimivissa vahinkovakuutusyhtiöissä* on myös aihepiiriltään sama, vaikka liittyykin yksityisvakuutuksen teemakokonaisuuteen. Eettiseen sijoittamiseen liittyen on tehty myös lukuisia pro gradu –tutkielmia, jotka liittyvät osittain aiheeseen, mutta eivät varsinaisesti työeläkealaan.

Erityisen merkittäviä kirjallisuuslähteitä tutkielman kannalta on muutama. *Työeläke*-kirjasta on käytetty kahta eri painosta, mutta uusinta, Jaana Rissasen ym. vuoden 2017 painosta, on käytetty eniten. Muita merkittäviä teoksia Suomen eläkejärjestelmän kannalta ovat Sanna Tenhusen ja Risto Vaittisen kokoama *Eläketalous* sekä Pauliina Havakan, Mikko Niemelän ja Hannu Uusitalon *Sosiaalivakuutus*. Kaikki edellä mainitut ovat informatiivisia sekä hyödyllisiä, kun tarkastellaan Suomen eläkejärjestelmää tai sosiaaliturvaa laajemmin. Sijoitustoiminnan osalta tärkein yksittäinen teos on Zvi Bodien, Alex Kanen ja Alan J. Marcuksen teos *Investments*, jossa kuvataan sijoitustoimintaa kattavasti ja perusteellisesti. Vastuullisen sijoittamisen teemassa tärkein yksittäinen kirjallisuuslähde on Anna Hyskeen, Magdalena Lönnrothin ja Riikka Sieväsen teos *Vastuullinen sijoittaminen*, joka nimensä puolesta liittyy juuri käsiteltävään aiheeseen. Tutkielman tekemisen kannalta tärkein yksittäinen teos on Sirkka Hirsjärven, Pirkko Remeksen ja Paula Sajavaaran *Tutki ja kirjoita*, joka ohjeistaa tutkielman tekemiseen käytännön tasolla. Tärkeimpänä Internet-lähteenä voidaan pitää Telan kotisivuja, joista löytyy paljon

tietoa Suomen eläkejärjestelmästä. Tietoa löytyy paljon esimerkiksi eri eläketointijoiden toiminnan sekä sijoitustuottojen osalta.

1.7 Teoreettinen viitekehys



Kuvio 1. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys

Kuten yllä olevasta teoreettisesta viitekehuksesta käy ilmi, on tutkielman tärkein teemakokous keskiössä oleva vastuullinen sijoittaminen. Tässä vastuullista sijoittamista lähestytään nimenomaan eläkesijoittamisen osalta, joka on myös koko tutkielman tarkastelun kohteena. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminta liittyy Suomen eläkejärjestelmään, joita ohjaavat erilaiset lait, määräykset sekä muut rajoitteet. Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan tärkeimpänä ohje-

nuorana pidetään sitä, että varat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti. Eläkevarojen sijoittamiseen liittyen kaiken pohjana on Suomen sosiaaliturvajärjestelmä, jossa eläkejärjestelmä on merkittävässä roolissa. Toista kautta ajatellen, liittyy vastuullinen sijoittaminen vastuullisuusajatteluun. Kyseinen ajattelu on osittain subjektiivista ja sitä ohjaavat ihmisten arvot, etikka sekä erilaiset moraalikäsitteet. Tutkielma siis kulminoituu vastuullisen sijoittamisen ajatukseen, jossa vaikuttaminen, valikointi sekä ESG-asiat ovat tärkeässä roolissa ja vaikuttavat vastuulliseen sijoittamiseen liittyen molempiin suuntiin.

1.8 Tutkimuksen rakenne

Tutkielma noudattaa IMRD-rakennetta (*Introduction, Methods, Results, Discussion*). Sitä voidaan pitää sekä selkeänä että johdonmukaisena. Kyseisessä rakenteessa on se etu, että asiantuntijalukijoiden lukeminen helpottuu rakenteen myötä (Hirsjärvi ym. 2015, 250). IMRD-rakenne on tässä tutkielmassa käytössä osittain juuri edellä mainitun seikan takia. Kokonaisuutena tutkielman lukeminen on kaikille helpompaa ja asiat löytää paremmin sen sisältä. IMRD-rakenne sopii tähän tutkielmaan hyvin ja tuskin mikään muu rakenne sopisi sen paremmin.

Tutkielma alkaa johdannolla, jossa esitellään ensin tutkimusalueen aihetta. Perimmäinen tarkoitus on johdattaa lukija aiheeseen, jotta koko teemakokonaisuuden ymmärtäminen helpottuu. Tästä edetään tutkimuksen tavoitteisiin ja tutkimuskysymyksiin, joiden avulla valotetaan tarkemmin, mitä oikeastaan halutaan saada selville. Tämän jälkeen esitellään tutkimuksen kanalta keskeisimmät käsitteet, joiden tavoitteena on ainakin omalta osaltaan helpottaa lukijaa sisäistämään teemakokonaisuuksia. Käsitteet etenevät koko tutkimuksen läpi, joten on hyvä avata ne heti alussa. Myös tutkielman rajaukset perusteluineen on tässä kohdin avattu. Tämän jälkeen kerrotaan tutkimuksen tieteelliset lähtökohdat ja tutkimusmenetelmät sekä –aineistot, joiden tarkoituksena on perustella tutkielman toteutusta ja liittää se tieteelliseen kontekstiin. Tämän jälkeen kerrotaan aikaisemmat tutkimukset, jotka aihepiiriltään liittyvät tutkimuksen tavoin työeläkesijoittamiseen, muuten työeläkealaan ja yhteiskuntavastuuseen. Tämän jälkeen esitellään tutkimuksen teoreettinen viitekehys, jota avataan vielä sanallisesti. Johdannon lopuksi esitellään tutkimuksen rakenne. Johdanto toimii pohjustuksena sekä teoria- että empiriaosuuksille ja johdattaa lukijan käsiteltävään aiheeseen.

Johdannon jälkeen siirrytään tutkimuksen teoriaosuuteen. Luvussa 2 on käsiteltävänä teemana Suomen työeläkejärjestelmä. Kyseinen luku on ensimmäinen tutkielman kolmesta teorialuvusta, jotka kaikki muodostavat oman kokonaisuutensa. Tässä esitellään kahdessa ensimmäisessä alaluvussa kattavasti erilaisia mahdollisia eläkejärjestelmiä sekä erilaisia tapoja niiden rahoittamiseen. Lisäksi tarkemmassa käsittelyssä ovat tutkielman luonteen takia Suomen eläkejärjestelmään liittyvät erityispiirteet äsken mainittujen teemojen osalta, sillä tutkimus sijoittuu maantieteellisesti nimenomaan Suomeen. Näiden lisäksi tutkitaan vakuutustoiminnan yleistä juridista puolta sääntelyn ja valvonnan osalta, minkä lisäksi tässäkin tarkempaan tutkimuksen kohteena on Suomen eläkejärjestelmä erityistapauksena. Tämän jälkeen esitellään erilaisia eläkevakuuttajia, jotka hoitavat Suomessa lakisääteistä eläketurvaa yksityisten sekä julkisten alojen osalta ja esitellään lisäksi työeläkesäätiöiden ja –kassojen erityispiirteitä.

Kolmannessa luvussa käsitellään työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa. Ensin käsittelyssä on yleinen sijoitustoiminnan teoria, jossa esitellään esimerkiksi salkun rakentamista hajautuksen ja tuoton osalta ja jatkumona tähän tutustutaan sijoitustoiminnan keskeiseen teemaan, tehokaiden markkinoiden hypoteesiin. Tämän jälkeen havainnollistetaan passiivisen ja aktiivisen sijoittamisen eroavuuksia, jonka jälkeen esittelyssä ovat erilaiset sijoitusinstrumentit ominaispiirteineen. Tämän jälkeen painopiste siirtyy työeläkesijoittamiseen, jonka aluksi käydään läpi sijoitustoiminnan merkitystä eläkejärjestelmässämme. Tämän jälkeen esitellään sijoitusten hajautusta esimerkiksi eri omaisuuslajien sekä maantieteellisten alueiden osalta. Luvun lopuksi esitellään vielä työeläkesijoitusten historiallista tuottoa.

Neljäs luku käsittelee yhteiskuntavastuuta. Aluksi kerrotaan, kuinka yhteiskuntavastuu nähdään osana yritystoimintaa käsittelemällä itse yhteiskuntavastuu-termiä ja sen eri variaatioita sekä näkemyseroja. Tähän sisältyy myös yhteiskuntavastuun kertominen käytännön tasolla prosessina ja eritellään myös erilaisia toimijoita. Tämän jälkeen kerrotaan yhteiskuntavastuun raportoinnista, mitä kaikkea se pitää sisällään ja mihin se eri organisaatioita velvoittaa. Viimeisimpänä käsitellään vastuullista sijoittamista useista eri näkökulmista itse termin sekä käytännön toiminnan osalta ja sen lisäksi kerrotaan sen erityispiirteistä Suomen työeläkejärjestelmässä. Tämä toimii siirtymänä seuraavaan lukuun, joka on empirialuku ja käsittelee nimenomaan vastuullista sijoittamista Suomen eläkejärjestelmässä.

Viides luku on tutkielman empirialuku. Siinä käydään aluksi läpi asiantuntijahaastattelujen toteutus sekä muut puitteet haastatteluille. Tämän jälkeen esitellään teemoja, kuinka eri eläkelaitosten ja Finanssivalvonnan asiantuntijat käsittelevät yhteiskuntavastuuta eläkesijoittamisessa

ja mitä kaikkia eri osa-alueita siihen liittyy. Tarkoitus on vastata tutkimuskysymyksiin kysymyspatteriston mukaisesti ja saada muutenkin laitosten kantoja eri teemoihin. Luku on jaettu neljään osa-alueeseen, joista kolme ensimmäistä käsittelee tutkimuskysymyksiä ja viimeisessä käsitellään juridista puolta.

Tämän jälkeen vuorossa yhteenveto, joka sisältää johtopäätökset ja tutkimuksen yleinen analysointi. Johtopäätösten tarkoitus on kiteyttää asiantuntijahaastatteluista saatu materiaali ja vastata tutkimuskysymyksiin mahdollisimman hyvin. Tutkimuksen yleinen analysointi arvioi tutkimusta itsessään sen relevanttiuden ja luotettavuuden osalta. Lopuksi ehdotetaan mahdollisia jatkotutkimuksia ja pohditaan tutkimusta yleisemmin eläkejärjestelmän kannalta. Viimeisimpänä tutkimuksessa ovat lähdeluettelo sekä liitteinä asiantuntijahaastatteluissa käytetyt haastattelurungot.

2 SUOMEN TYÖELÄKEJÄRJESTELMÄ

2.1 Järjestelmän rakenne

2.1.1 Mahdolliset järjestelmät

Eläkejärjestelmien tavoitteena on tasata kulutusta koko elämän elinkaarelle. Myös loppuvaiheessa ihmisen on kyettävä takaamaan itselleen perustoimeentulon kattava kulutustaso, mikä vaatii säästämistä tulojen kertymisvaiheessa. Kulutuksen tasaamisella tarkoitetaan elinkaaren loppuosassa tapahtuvaa säästöjen purkua, jolloin säästämisen lisäksi kertyneet varat tulisi kyetä säilyttämään pitkälle tulevaisuuteen. Tästä käytetään termiä ”piggybank”. Ajatuksena on myös vähentää köyhyyttä varojen uudelleenjaon avulla ja sitä puolestaan kutsutaan termillä ”Robin Hood”. Lisäksi eläkkeen alkaessa varojen olisi syytä olla likvidejä, jotta niitä voisi käyttää kulutukseen. Sijoituskohteen tuoton tulisi puolestaan kompensoida rahan arvoa alentavan inflaation vaikutus. Eläkesuunnittelussa puolestaan ajatuksena on päätellä ns. optimaalinen eläkeikä niin yksilön turvan sekä järjestelmän rahoituksen kannalta. (Tenhunen 2016, 48; Barr & Diamond 2010, 27)

Näiden tekijöiden ohella eläkejärjestelmän katsotaan toimivan vakuutuksena. Teoriassa kaikista yksinkertaisin tapa olisi jokaisen työntekijän itse järjestää oma eläketurvansa säästämällä omista ansioista järjestelmällisesti läpi koko työuran. Tällöin myöskään valtion ei tarvitsisi käyttää resursseja eläkejärjestelmän ylläpitämiseen. (Barr & Diamond 2010, 27) Varautuminen perustuen omaan säästämiseen jää usein puutteelliseksi ja lisäksi se sisältää paljon riskiä sekä epävarmuustekijöitä. Ihmiset ovat usein myös lyhytnäköisiä tehdessään päätöksiä, eikä ihmisillä ole monesti tietoa sijoitusriskeistä ja -tuotoista. Epävarmuus liittyy myös siihen, ettei kukaan voi tarkasti tietää oman työuransa pituutta työttömyyden ja työkyvyttömyyden uhan ollessa läsnä. (Tenhunen 2016, 48–49)

Edellä mainittujen syiden perustella on perustettu lakisääteinen eläkejärjestelmä, jonka johdosta kaikki kuuluvat yhteiseen eläkejärjestelmän piiriin (Tenhunen 2016, 53). Pakollinen eläkevakuutus voidaan järjestää lakisääteisyyden lisäksi myös työmarkkinajärjestöjen sopimuksella. Nämä vaihtelevat laajuudeltaan ja voivat koskea eri ammattialoja. (Rissanen ym. 2017, 12) Tenhunen (2016, 49) toteaa, että eläkejärjestelmäksi voidaan kutsua tämän tyyppistä vakuutusta, jossa henkilö maksaa eläkemaksuja ja saa vastineeksi annuiteettimuotoista eläkettä koko elämänsä ajan.

Työntekijöiden eläke järjestetään erilailla eri maissa. Erilaiset eläkejärjestelmät voidaan jakaa karkeasti kahteen eri logiikalla toimivaan järjestelmään, etuusperusteiseen järjestelmään sekä maksuperusteiseen järjestelmään. Etuusperusteinen järjestelmä (*defined benefits*) perustuu ennalta määritelyyn eläkkeiden tavoitemäärään ja maksuperusteisessa järjestelmässä (*defined contribution*) puolestaan jokin tietty vakuutusmaksu määritellään ennalta. (Korpiluoma ym. 2011, 14; Rissanen ym. 2017, 13) Etuusperusteisuudessa siis eläke-etuus on ennalta määritelty ja sen perusteena käytetään usein työntekijän työuran pituutta sekä palkkahistoriaa mittareina. Eläkemaksu joustaa, mikäli järjestelmän rahoitus on epätasapainossa. Maksuperusteisuudessa eläke-etuus perustuu odotetusta eläkeajan pituudesta sekä eläkevarallisuuden tulevista tuotoista. Eläke-etuus joustaa rahoituksen ollessa epätasapainossa. (Tenhunen 2016, 62–63) Eläkejärjestelmä on mahdollista järjestää edellä mainitulla kahdella ääripäällä, tai vaihtoehtoisesti niiden piirteitä yhdistelemällä (Tenhunen 2016, 64).

Mikäli eläkevarat ovat aktuaarisesti epätasapainossa, on siis joko eläke-etuuden tai –maksun muututtava, jotta virhe saadaan korjatuksi. Merkittävin ero järjestelmillä on siinä, että mihin ikäluokkaan muutoksen kustannukset kohdistuvat. Etuusperusteisessa järjestelmässä maksujen

joustaessa eläkemaksujen maksajat, eli työssä käyvät, kantavat riskin. Puhtaasti maksuperusteisessa järjestelmässä etuuden muuttuessa kustannukset kohdistuvat eläkettä nostaville. (Tenhunen 2016, 63) Etuusperusteisessa järjestelmässä rahoituslogiikan voidaan ajatella toimivan niin, että jokainen saa luvutun määrän, mutta maksuna peritään tarvittava määrä. Maksuperusteisessa järjestelmässä puolestaan maksu sovitaan ennalta, mutta eläkettä voi nostaa sen mukaan, kuinka paljon on varoja. (Korpiluoma ym. 2011, 17) Rahoitusperusteista kerrotaan lisää alaluvussa 2.2.

Eläkejärjestelmän eri osat voidaan jakaa kolmeen pilariin, jotka on jaettu ominaisuuksiensa perusteella. Etuuksien ohella järjestelmiä erotetaan toisistaan niiden järjestävien tahojen perusteella sekä sillä, kuinka vapaaehtoista niihin kuuluminen on kansalaisille ja työntekijöille. Ensimmäinen pilari käsittää vähimmäistoimeentulon turvaavan eläkkeen, joka tasaa köyhyyttä vanhuusiässä. Tähän liittyy toisinaan tuloharkintaa. Toiseen pilariin luetaan kulutuksen tasaimiseen pyrkivä, ansiosidonnainen osa, joka on lakisääteinen tai työnantajan tarjoama. Tulo- tai tarveharkinta ei kuulu toiseen pilariin. Kolmanteen pilariin luetaan eläkeajan lisäturva, joka perustuu yksityiseen, vapaaehtoiseen säästämiseen. Kuluttajat voivat tällä kolmannen pilarin lisäturvalla täydentää omaa eläketurvaansa ja kolmas pilari käsitetään aina vapaaehtoisena. Useimmissa maissa eläketurvaa toteutetaan useiden eri järjestelmien kautta. (Tenhunen 2016, 54; Rissanen ym. 2017, 11)

2.1.2 Suomen eläkejärjestelmän rakenne

Suomen eläkejärjestelmä on luonteeltaan etuusperusteinen, sillä työeläkkeen saamisen edellytykset sekä määrä ovat lailla säädettyjä (Rissanen ym. 2017, 13). Eläkkeen määrä määräytyy työansioista, jotka eivät riipu siirtymisestä työnantajan palveluksesta toiselle, mikä helpottaa suuresti työvoiman liikkuvuutta. Tämä koskemattomuusperiaate on erilainen kuin monissa muissa Euroopan maissa, joissa työnantaja- tai ammattialakohtainen eläketurva voi muuttua radikaalistikin. Monissa EU-maissa on vasta viime vuosina pyritty koskemattomuusperiaatteen toteuttamiseen. (Rissanen ym. 2017, 15; Rantala & Kivisaari 2014, 370) Ansioilla ei ole Suomessa myöskään enimmäismäärää. Monissa muissa valtioissa on lailla säädelty ansioille enimmäismäärä, joka oikeuttaa työeläkkeeseen. (Korpiluoma ym. 2011, 16) Eläkettä karttuu 1,5 %

vuosiansioista, jotka työntekijä ansaitsee 17 ikävuodesta täyttämisen jälkeisen seuraavan kalenterikuukauden alusta vakuuttamisvelvollisuuden yläikärajaan asti (Työntekijän eläkelaki 2006/395, 65 §).

Eläkkeeseen oikeuttavia ansioita tarkistetaan työeläkeindeksillä. Se muodostuu 80-prosenttisesti ansiotason muutoksesta. Elinkustannusten paino indeksiä laskettaessa on 20 %. Maksettavassa eläkkeessä prosentuaaliset suhteet ovat samat, mutta toisin päin. (Työntekijän eläkelaki 2006/395, 98 §; Korpiluoma ym. 2011, 16) Indeksiturva on suoja myös eläkkeensaajalle tarkistuksen lisäksi. Ilman indeksointia uran alkumäärä voisi jäädä pieneksi, jolloin vanhat ansiot eivät kerryttäisi eläkettä niin paljon. (Laesvuori, Risku, Knuuti, Keski-Heikkilä & Uusitalo 2009, 17)

Eläkejärjestelmän tarkoituksena nojaten Suomessa eri periaattein toimivat kansaneläke ja työeläke muodostavat yhdessä kokonaiseläkejärjestelmän. Kansaneläkkeen ja siihen kuuluvan takuueläkkeen avulla on tarkoitus turvata kansalaisten vähimmäistoimeentulo. Työeläkkeen tarkoitus on puolestaan turvata kohtuullinen kulutustaso eläketapahtumasta johtuvan ansionmenetyksen seurauksena. (Rantala & Kivisaari 2014, 365) Suomen eläkejärjestelmä on logiikaltaan erilainen kuin moni muu myös siinä suhteessa, että samasta ansiotoiminnasta eläkettä syntyy useasta eri eläkejärjestelmästä. Kokonaiseläke koostuu lakisääteisestä osasta sekä työmarkkinoille sovitusta lisäeläkejärjestelyistä, jotka täydentävät lakisääteistä eläkettä. (ETK 2017a) Suomen lakisääteinen eläkejärjestelmä on luonteeltaan hybridi, sillä lakisääteisyytensä ohella se korvaa työtulojen menetystä suhteessa ansioihin, jonka usein hoitaa toisen pilarin järjestelmä. Suomen järjestelmä on lakisääteiseksi erikoinen myös siltä osin, että eläkettä karttuu ansiotuloista, olipa tulojen suuruus mikä tahansa. (Havakka, Niemelä & Uusitalo 2017, 92)

Järjestelmä on voittoa tavoittelematon, perustuu kollektiiviseen riskienjakoon ja sisältää konkurssiyhteisvastuun sekä viimeisen laitoksen periaatteen. Myös toimeenpano on hajautettu, sillä työeläkevakuuttajia on useita, mikä vaikuttaa EU-oikeuden tulkintaan. Suomen eläkejärjestelmä mielletäänkin EU-lainsäädännössä ns. sosiaaliturvaeläkkeeksi, joten se tulkitaan toisen pilarin ulkopuoliseksi. Kuten kuvio 2 osoittaa, suurin osa Suomen eläkejärjestelmän menoista kohdistuu lakisääteiseen ansioturvaan, eli edellä käsiteltyyn lakisääteiseen työeläkejärjestelmään. (Tela 2017b) Menot kohdistuvat nimenomaan työperusteiseen eläkkeeseen, eikä niinkään asumisperusteiseen, vaikka Suomen eläkejärjestelmä luokitellaankin kuuluvaksi ensimmäiseen pilariin.



Suomen eläkejärjestelmän pääpiirteet



Kuvio 2. Suomen eläkejärjestelmän pääpiirteet (Tela 2017b)

Suomessa on siis yksityisellä lisäeläketurvalla pienempi rooli, kuin muissa EU-maissa. Lisäeläkejärjestelyjä on toki mahdollista tehdä, mutta Telan (2017b) mukaan pääpainon tulisi tulevaisuudessakin säilyä lakisääteisessä työeläkevakuutuksessa. Suomessa vapaaehtoinen lisävuakuutus on mahdollista toteuttaa henkilökohtaisen säästämisen ohella yksilöllisen eläkevakuutuksen tai pitkäaikaissopimuksen avulla. Vapaaehtoinen lisävuakuutus on hyödyllistä, mikäli henkilö jää eläkkeelle ennen alinta työeläkeikää tai jos tulotaso jää alhaiseksi opiskelun, työttömyyden tai lapsenhoidon takia. (ETK 2017b)

Sekä asumiseen että työskentelyyn perustuvat eläkejärjestelmät ovat käytössä myös muissa Pohjoismaissa. Ruotsissa kansaneläke pienenee Suomen järjestelmän kaltaisesti samalla logiikalla työeläkkeen kasvaessa ja myös Norjassa logiikka on sama, kuin Suomessa ja Ruotsissa. Tanskan ja Islannin mallit ovat hieman erilaiset, sillä kansaneläkkeen perusosa on vakio ja lisäosaan vaikuttavat henkilön tulot. (Rissanen ym. 2017, 13)

Melbourne Mercer Global Pension Index vertailee vuosittain kattavasti ja maailmanlaajuisesti eri maiden eläkejärjestelmiä. Vertailussa tutkitaan järjestelmän kestävyyttä, eläkkeiden riittävyyttä sekä hallinnon luotettavuutta. Vuoden 2017 vertailussa Suomi sijoittui viidenneksi. Vertailun mukaan paras eläkejärjestelmä oli kyseisenä vuonna Tanskassa ja Suomea paremmin sijoituivat myös Alankomaat, Australia sekä Norja. Edellisenä vuonna Suomen sijoitus oli pykälää parempi, eli neljäs, mutta vuoden 2017 tuloksissa Suomen edelle kiilannut Norja ei ollut

mukana edellisvuoden vertailussa. Tanska oli ensimmäisellä sijalla myös edellisvuoden vertailussa. Suomi arvioitiin parhaaksi hallinnon luotettavuuden osalta. Ehdotuksia järjestelmän parantamiseksi annettiin Suomelle seuraavasti: minimieläkkeen ja vähätuloisten eläkkeen nostaminen, pakollisten maksujen nostamisen jatkuminen, vanhemman väestön työvoiman kasvataminen sekä molempien osapuolten eläkkeiden turvaaminen avioerotilanteessa. (Melbourne Mercer Global Pension Index 2017)

Tuorein eläkeuudistus Suomessa on tullut voimaan 1.1.2017. Tässä uudistuksessa vanhuuseläkeikää nostettiin, eläkekattumia muutettiin ja elinaikakertoimen eläkkeen vähennykseen vaikutusta pienennettiin. Edellä mainittujen uudistusten lisäksi myös osa-aikaeläke poistui eläkelajina ja sen tilalle tuli osittainen vanhuuseläke. Toinen uusi eläkelaji on työuraeläke, joka voidaan myöntää vähintään 38 vuotta raskasta työtä sisältäneen työuran jälkeen. Periaatteet eläkkeiden määräytymisen suhteen pysyivät likipitään ennallaan. Arvion mukaan eläkkeelle siirtyminen myöhentyy ja työllisyys paranee, mitkä vaikuttavat nostavasti eläkkeiden määrään. Valtiovarainministeriön arvion mukaan julkisen talouden kestävyysvaje alenee noin prosenttiyksikön verran. (Havakka ym. 2017, 95–96; Tenhunen & Vaitinen 2016, 18)

2.2 Järjestelmän rahoitus

2.2.1 Mahdolliset rahoitusmuodot

Eläkejärjestelmän eri rahoitusmuodot voidaan jakaa karkeasti kahteen eri perusperiaatteeseen, jakojärjestelmään (*pay-as-you-go*) ja täysin rahastoivaan järjestelmään. Jakojärjestelmä toimii siten, että työssäkäyvä väestö maksaa vuosittain sen verran työeläkemaksuja, mitä sen hetken eläkkeiden maksaminen vaatii. Täysin rahastoivassa järjestelmässä puolestaan eläkemaksuja kerätään sen verran, kuin kyseisenä vuonna ansaitun eläkkeen kustantamiseen vaaditaan. (Risänen ym. 2017, 17–18) Jakojärjestelmän toimeenpanijana ja hoitajana toimii usein valtio ja usein kansaneläkkeet ovatkin jakojärjestelmäperusteisia. Rahastointi on varojen keräämistä, joista voi nauttia myöhemmin ja tällöin kyse ei ole varojen uudelleenjakamisesta. (Barr & Diamond 2010, 31–32)

Järjestelmien erot voidaan hahmottaa myös sukupolvien välisenä erona, että kuka maksaa ja kenelle. Jakojärjestelmässä myöhemmät sukupolvet ovat vastuussa siitä, että edellisten sukupolvien eläkkeiden rahoitus on kestäväällä pohjalla. Jakojärjestelmä perustuu siten sukupolvien väliseen kirjoittamattomaan sopimukseen. Sopimus on voimassa nykyhetkellä sekä vastineeksi omasta panoksesta se on voimassa myös tulevaisuuden sukupolvilla. Rahastoivassa järjestelmässä puolestaan jokainen henkilö ja sukupolvi rahoittavat omat eläkkeensä. Täysin rahastoivassa järjestelmässä jokainen säästää oman eläkkeensä. (Tenhunen 2016, 61)

Rantalan & Kivisaaren (2014, 169) mukaan useimmat sosiaalijärjestelmät ovat usein välimuotoja kahdesta ääripäästä. Uudelleenjakoa sisältävät ja vähimmäistoimeentulon takaavat järjestelmät ovat usein jakojärjestelmäperusteisia, joiden rahoitus perustuu työssäkäyvän sukupolven verotukseen. Rahastoituja ovat usein puolestaan sellaiset järjestelmien osat, jotka perustuvat yksityiseen ja vapaaehtoiseen säästämiseen. (Tenhunen 2016, 62)

2.2.2 Suomen eläkejärjestelmän rahoitus

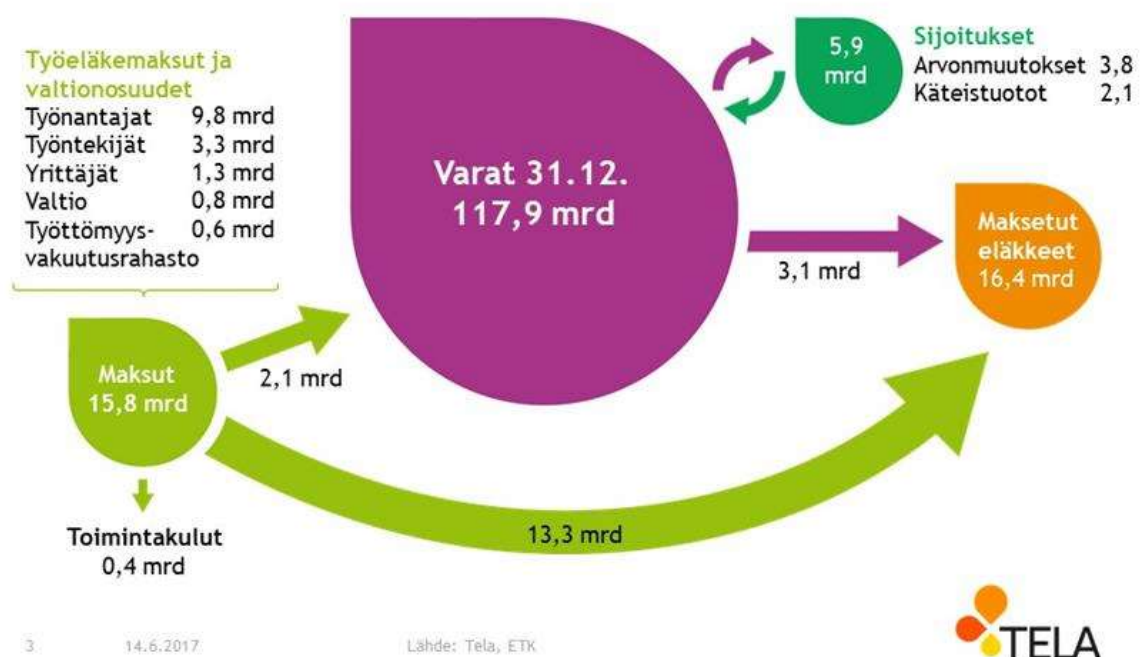
Suomen eläkejärjestelmä on usean muun maan järjestelmän tavoin osittain rahastoiva, sisältäen piirteitä molemmista ääripäistä. Osa nyt ansaituista ja tulevaisuudessa maksettavista eläkkeistä rahastoidaan vuosittain ja loppuosalla maksetaan tämän hetkisten eläkeläisten eläminen. (Rissanen ym. 2017, 18) Tällä hetkellä noin kuudesosa kerätyistä eläkemaksuista rahastoidaan, jolloin lopuilla maksetaan tämänhetkisiä eläkkeitä. Sijoitustuottojen ansiosta noin neljäsosa saadaan rahastoidusta osuudesta. (Tela 2017d)

Yksityisen sektorin työntekijöiden eläkejärjestelmissä TyEL (työntekijän eläkelaki) sekä MEL (merimieseläkelaki) sovelletaan osittain rahastoivaa periaatetta ja yrittäjien eläkejärjestelmissä YEL (yrittäjän eläkelaki) sekä MyEL (maatalousyrittäjien eläkelaji) toimitaan jakojärjestelmän periaattein (Rissanen ym. 2017, 18). Yrittäjien eläkkeissä jäljelle jäävän osuuden kustantaa valtio verovarostaan, sillä maksut eivät riitä kattamaan vuotuisia eläkemenoja. Julkisten alojen työeläkejärjestelmät puolestaan ovat periaatteessa jakojärjestelmiä, mutta ne mielletään hieman erilaisiksi, sillä ne toimivat osittain myös puskurirahaston tavoin. Näiden rahastojen avulla pyritään vähentämään tulevaisuuden nousupaineita. Evankelis-luterilaisen kirkon työntekijöiden eläkejärjestelmä toimii samalla periaatteella kuin julkinenkin ja Kansaneläkelaitoksen työntekijöiden eläkkeet puolestaan rahoitetaan Kelan omasta eläkevastuurahastosta. (Tela 2017d;

Vanne 2017, 217) Julkisaloiden eläkkeiden ennakkorahastointi on aloitettu vasta 1980-luvun lopulla ja perustuu alun perin siis jakojärjestelmään (D'Ambrogi-Ola 2017, 160).

Työeläkejärjestelmä Suomessa on siis osittain rahastoiva ja sen avulla pystytään varautumaan tulevaisuutta varten. Työeläkejärjestelmän eläkemenon odotetaan kasvavan seuraavien vuosikymmenten aikana suurten ikäluokkien eläköityessä ja ennenaikaisella rahastoinnilla pystytään lieventämään väestön ikärakenteen muutoksen aiheuttamia vaikutuksia. Lisäksi voidaan olettaa, että eläkkeelle jäävät suuret ikäluokat elävät pidempään, kuin heitä edeltävät ikäluokat. (Rissanen ym. 2017, 18) Kun osa eläkkeiden maksuista voidaan käyttää rahastoista, ei eläkemaksuja tarvitse korottaa kohtuuttoman korkeiksi (Tela 2017d).

Vuonna 2016 työeläkkeet ja valtionosuudet rahoittivat työeläkejärjestelmää yhteensä 15,8 miljardilla eurolla. Näistä 13,3 miljardia käytettiin suoraan työeläkkeiden maksuun, 2,1 miljardia rahastoihin ja 0,4 miljardia toiminnallisiin kuluihin. (Tela 2017a) Kuvio 3 havainnollistaa yksityisten alojen työeläkevarojen kiertokulkua Suomen työeläkejärjestelmässä vuonna 2016. Yksityisten alojen varat ovat siis suuret yhteensä 117,9 miljardin pääomalla, joten se on merkittävä tekijä Suomen kansantaloudessa. Julkisten alojen varat olivat samalla tutkimushetkellä, vuoden 2016 lopussa, 70,6 miljardia euroa. Sijoitustuotot mahdollistavat suuremmat varat, joista osalla maksetaan eläkkeitä, kuten kuviosta käy ilmi. Edellisvuoden lukemiin verrattuna varoja oli 2,7 miljardia euroa enemmän, mutta myös maksettujen eläkkeiden määrä oli 500 miljoonaa euroa suurempi (D'Ambrogi-Ola 2016, 160).



Kuvio 3. Yksityisten alojen työeläkerahan kiertokulku 2016, miljardia euroa (Tela 2017a)

Monissa EU-maissa eläkkeet ovat rahastoimattomia, jolloin kulut maksetaan verovaroin sekä muiden maksujen avulla. Talouskriisin aikana tällaisten työeläkejärjestelmien kestävyys on heikolla tolalla, sillä väestö ikääntyy ja eliniät pitenevät muuallakin, kuin Suomessa. Suomella on käytössä etukäteisen rahastoinnin lisäksi elinaikakerroin, joka yrittää sopeuttaa tulevia eläkeitä eliniän kasvaessa. Suomen eläkejärjestelmän katsotaan olevan kestäväällä pohjalla kansainvälistä vertailua tehdessä. (Tela 2017b) Toisaalta nimenomaan järjestelmän kestävyys laski Suomen sijoitusta kansainvälisessä eläkkeiden vertailussa. 30 eri valtion järjestelmien vertailussa Suomen järjestelmän kestävyys oli keskitasoa korkeampi, mutta merkittävästi heikempi kuin vaikkapa Tanskalla tai Alankomailla. (Melbourne Mercer Global Pension Index 2017)

2.3 Työeläkejärjestelmän sääntely ja valvonta

2.3.1 Vakuutustoiminnan ja eläkejärjestelmien sääntely

Vakuutustoiminnan sääntelyn tarkoituksena on suojata kuluttajia ja toiminnan keskipisteessä ovat vakuutuksenantajien ja vakuutuksenottajien väliset suhteet. Mikäli vakuutuslaitos ei suoriudu velvoitteistaan, katsotaan sen menevän konkurssiin. Yleisesti ottaen omistajat kantavat kaatuvan yrityksen riskit, mutta vakuutuslaitoksen omistajapolitiikasta johtuen sen asiakkaat menettävät vakuutusturvansa. (Zweifel & Eisen 2012, 315) Finanssilaitoksilla on poikkeuksellisen suuri tarve pitää konkurssin mahdollisuus mahdollisimman pienenä ja laki myös velvoittaa tekemään niin. Esimerkiksi pankkitoiminta on voimakkaasti säänneltyä. (Hull 2015, 16)

Vakuutuslaitosten sijoitustoimintaa säännellään sen takia, että sijoitustoiminnan avulla pyritään turvaamaan vakuutusyhtiöiden varsinainen tehtävä, joka on kyky maksaa sopimusten mukaiset korvaukset. Merkittävimmät osat kyseistä sääntelyä ovat kvantitatiivinen vakavaraisuus-, kate- sekä maksuvalmiussääntely ja tärkeintä on pitää erilaiset riskit hallinnassa. Sääntelyn tehtävä on rajoittaa sijoituskohteiden valintaa ja tähän vaikuttaa myös yhtiöiden oma osaaminen eri asioiden suhteen. (Rantala & Kivisaari 2014, 181)

Erilaiset riskit ovat siis avainasemassa vakuutuslaitosten toimintaa määriteltäessä. Tärkeimpänä sijoitustoimintaan liittyvänä riskitekijänä on likviditeettiriski, sillä vakuutuslaitoksen on aina selvittävä vastuistaan. Muita riskejä ovat esimerkiksi luottoriski ja vastapuoliriski. (Hull

2015, 17; 61) Vakuutuslaitosten sääntely on muuttunut siten, että sitä on yhdenmukaistettu. Ennen toiminnan sääntely oli voimakkaammin aluekohtaista. Myös sääntelyn intensiteetti ja aktiivisuus ovat lisääntyneet finanssikriisin seurauksena. (Zweifel & Eisen 2012, 341)

Erilaisten pakollisten sekä vapaaehtoisten vakavaraisuusrajojen avulla säännellään finanssilaitosten toimintaa. Yksi pakollinen finanssilaitosten toimintaa sääntelevä taho on Solvenssi I -direktiiviin perustuva Solvenssi II -direktiivi, joka sääntelee EU-alueen toimijoita. Sen tavoitteena on muodostaa kokonaisvaltainen ja riskiperusteinen vakavaraisuuskehikko. Pyrkimyksenä on edistää EU:n sisäistä kilpailua, pääomien tehokasta hyödyntämistä sekä kokonaisvaltaista riskienhallintaa. Solvenssi II jakautuu kolmeen pilariin, joista ensimmäinen koskee finanssilaitosten toimintaa, toinen valvontaprosessia ja kolmas riskienhallinnan raportointia. Laitoksia koskeva ensimmäinen pilari käsittää minimipääomavaatimuksen sekä solvenssipääomavaatimuksen. Mikäli laitoksen vakavaraisuus laskee alle jälkimmäisen, on sen toimitettava valvovalle elimelle suunnitelma vakavaraisuuden palauttamisesta. Se voidaan laskea standardoidun tai sisäisen menetelmän avulla. Minimipääomavaatimuksen alle jääminen puolestaan voi estää laitosta harjoittamasta uutta liiketoimintaa. Solvenssi II koskee Suomessa henki-, vahinko- ja jälleenvakuutusyhtiöitä. (Hull 2015, 279; Finanssivalvonta 2017)

Vakavaraisuusvaatimuksia peräävä Basel-komitea on myös asettanut vapaaehtoisia vakavaraisuusvaatimuksia pankeille. Ensimmäinen oli Basel I -niminen standardi, tämän jälkeen finanssikriisin seurauksena syntyi paranneltu versio Basel II, tämän jälkeen markkinariskiä varten suojautumista korostava Basel 2.5 ja uusimpana Basel III. Uusin Basel III -standardi sisältää kuusi kohtaa: pääoman määrittelyn ja vaatimukset, puskurin pääoman suojaamiseksi, vastasyklisen puskurin, vipuvaikutuksen määrän, likviditeettiriskin sekä vastapuolen luottoriskin. (Hull 2015, 289) Tavoitteena on parantaa pankkisektorin kykyä varautua kaikenlaisiin riskeihin, parantaa hallintoa ja johtoa sekä vahvistaa pankkien läpinäkyvyyttä ja raportointia (Bank for International Settlements 2017).

2.3.2 Suomen työeläkejärjestelmän sääntely ja valvonta

Sosiaali- ja terveysministeriön (STM) vakuutusosasto valmistelee vakuutus- ja eläkelaitoksia koskevan lainsäädännön. Vakuutusmarkkinayksikkö puolestaan valmistelee erilaisia vakuutuksiin liittyviä lainsäädäntöjä. Valtaosa vakuutusmarkkinayksikön vastuusta olevasta lainsäädännöstä perustuu EU-lainsäädäntöön, joten se käsittelee ja valmistelee myös EU-lainsäädäntöä

ministeriön toimivaltaan ja yksikön toimivaltaan liittyvissä asioissa. STM ohjaa myös lakisääteistä työeläkejärjestelmää, mutta muiden vakuutusyhtiöiden toimiluvat myöntää Finanssivalvonta. Fiva toimii hallinnollisesti Suomen Pankin yhteydessä, mutta on päätöksenteon suhteen itsenäinen. Euroopan tasolla merkittävin tekijä vakuutusalan kannalta on Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen (EIOPA). (Rantala & Kivisaari 2014, 120–121)

Työeläkeyhtiöiden toimintaa valvotaan monipuolisesti Suomessa. Työeläkelain alkusäädännöstä vastaa siis sosiaali- ja terveysministeriö, kun taas varsinaista toimintaa valvoo Finanssivalvonta. Jälkimmäinen pitää sisällään yhtiöiden talouden, hallinnon sekä menettelytapojen valvonnan. Yhtiöiden lisäksi Finanssivalvonnan vastuualueeseen kuuluvat myös eläkekassat ja eläkesäätiöt, Merimieseläkekassa sekä Maatalousyrittäjien eläkelaitos. Finanssivalvonta valvoo julkisen alan vakuuttajia, eli Kevaa, Valtion Eläkerahastoa sekä Kirkon Eläkerahastoa, niiden sijoitustoiminnan osalta. Muilta osin Kevan ja Valtionkonttorin toiminnan valvontaa puolestaan suorittaa valtiontalouden tarkastusvirasto, kun taas Evankelis-luterilaisen kirkon eläkerahastoa valvoo kirkkohallitus. (Tela 2017e)

Yksi merkittävimmistä työeläkeyhtiöiden toimintaa ohjaavista tekijöistä on vastuuvelka. Se lasketaan matemaattisesti arvioimalla suoritukset, jotka ovat eläkelaitoksen vastuulla jo maksettavina olevien tai ansaittujen, myöhemmin alkavien eläkkeiden osalta. Lasketun eläkevastuun lisäksi vastuuvelka sisältää yhteisiä osia, jotka lasketaan laitospohjaisesti. Eläkelaitoksen vastuuvelka pitää aina olla katettuna ja tämän lisäksi eläkelaitoksilla on oltava ainakin säännösten mukainen määrä toimintapääomaa. Näitä edellä mainittuja tekijöitä kutsutaan vakavaraisuusvaatimuksiksi. Lainsäädäntö edellyttää, että eläkelaitokset selviävät velvoitteistaan. Lisäksi eläkkeiden rahastoinnista aiheutuvat vastuut ovat arvioitu tarpeeksi hyvin ja varallisuus tähän on riittävää. Edellä mainittua vastuuvelkaa vastaavaa varallisuutta kutsutaan vastuuvelan katteeksi tai eläkevaroiksi. Edellä mainitut vastuuvelan laskenta, vaatimus sen kattamisesta ja vakavaraisuuspääomaa koskevat vaatimukset muodostavat yhdessä eläkelaitosten varautumisen vastuulla olevien eläkkeiden maksamisesta. (Rissanen ym. 2017, 19; 34; D'Ambrogi-Ola 2017, 185) Vakavaraisuuspääomalla kuvataan eläkelaitoksen varojen suhdetta rahastoituun vastuuvelkaan. Sen voidaan ajatella olevan vakavaraisuudesta kertovaa nettovarallisuutta. (Vatanen 2016, 195)

Suomen valtio on nähnyt tarvetta tiukentaa työeläkeyhtiöiden valvontaa viime vuosien aikana varallisuuden karttuessa ja herättänyt aiheesta keskustelua. Aiemmin mainitun Solvenssi II -direktiivin käsittely herätti samalla ajatusta eläketoiminnan tiukemmasta valvonnasta ja tätä

ovat edesauttaneet myös työeläkeyhtiöiden kiinteistökaupat. Laki velvoittaisi eläkeyhtiöitä julkaisemaan omat osakekauppansa sisäpiirirekisterissä normaalien sijoitusyhtiöiden tavoin ja yhtiöiden olisi ilmoitettava Finanssivalvonnalle lähipiirikaupoista. Lisäksi työeläkeyhtiöiden olisi perusteltava ja julkistettava tiedot muiden yhtiöiden hallituspaikoista. Valvonta ulottuisi entistä tarkemmin myös omistajaohjauksen periaatteisiin. (Sosiaali- ja terveysministeriö 2013) Työeläkeyhtiöt olivat lain uudistamisen kannalla, korostaen avoimuuden ja läpinäkyvyyden lisäämistä sekä hyvän hallinnon kehittämistä. Niiden mukaan mainittujen asioiden säätäminen lailla olisi hyvä asia. Eläkeyhtiöiden johtajien tekemiin osakekauppoihin yhtiöt eivät sen sijaan ottaneet kantaa. Palkansaajajärjestöt olivat vahvasti osakekauppojen julkistamisen kannalla, kun taas Elinkeinoelämän keskusliitto julkistamista vastaan. (YLE Uutiset 22.11.2013)

Telan rooli on Suomen työeläkejärjestelmässä ainutlaatuinen. Työeläkevakuuttajat TELA ry on edunvalvontajärjestö, joka toimii kaikkien Suomen työeläkevakuuttajien puolesta. Perustehtävänä Telalla on työeläkejärjestelmän vahvistaminen sekä vaikuttaminen alan yleiseen toimintaympäristöön. (Tela 2017f) Telan jäsenet vastaavat lakisääteisen työeläketurvan toimeenpanosta. Yhdistys tekee edunvalvontatyötä, joka liittyy lainsäädäntöön, muttei varsinaisesti sisältöön. Telan vaikutus liittyy EU-lainsäädäntöön ja kansainvälisiin suosituksiin sekä kansalliseen päätöksentekoon. Tela toimii järjestelmän luottamuksen lähettiläänä. (Tela 2017g) Rissanen ym. (2017, 44) muistuttavat, että Telaan liittyminen on eläkelaitoksille vapaaehtoista.

Suomen hybridieläkejärjestelmän sääntelyn sovittaminen EU-lainsäädäntöön on hieman monimutkaista ja se on aiheuttanut sekaannusta niin käytännön, kuin politiikankin suhteen. EU-lainsäädännön mukaan periaatteessa yksityisen vakuuttamisen tulisi olla auki kilpailulle. Jos siis työeläkkeet luokiteltaisiin yksityisen pilariin, olisi kaikilla ulkomaisillakin vakuutusyhtiöillä oltava mahdollisuus tarjota eläkkeitä Suomessa. OECD on perinteisesti käsitellyt sosiaalime-
nojen osalta Suomen työeläkevakuutuksia erikseen, mutta nyt niiden pakollisen luonteensa takia alkanut laskea ne mukaan. Alun perin Suomen liittyessä EU:hun, eläkejärjestelmän erityispiirteiden vuoksi sovittiin, että eläkkeitä käsiteltäisiin kansallisen sääntelyn mukaan. (Kangas & Luna 2011, 210–211)

2.4 Työeläkevakuuttajat

2.4.1 Yksityisten alojen työeläkevakuuttajat

Suomessa yksityisten alojen työntekijöiden sekä yrittäjien työeläketurvaa hoitavat työeläkevakuutusyhtiöt, jotka eivät saa harjoittaa muuta vakuutustoimintaa. Valtioneuvosto antaa luvan työeläkeyhtiön toiminnalle ja sen toimilupaa tai laajentumista koskevan hakemuksen on saatava sosiaali- ja terveysministeriön lisäksi Finanssivalvonnan lausunto. Työeläkevakuutusyhtiöllä on oltava viiden miljoonan euron suuruinen peruspääoma. (Tela 2017c) Vähintään puolella työeläkevakuutusyhtiön perustajista on oltava asuinpaikka Euroopan talousalueella. Sosiaali- ja terveysministeriö voi myöntää tästä poikkeuksen, mutta tällä hetkellä yksikään ulkomainen vakuutusyhtiö ei harjoita työeläkevakuutustoimintaa Suomessa. (D’Ambrogi-Ola 2017, 158)

Työeläkevakuutusyhtiön oikeudellinen muoto voi olla joko keskinäinen vakuutusyhtiö tai vakuutusosakeyhtiö. Keskinäisen vakuutusyhtiön omistajia ovat työnantajat sekä vakuutetut, kun taas vakuutusosakeyhtiön omistajina toimivat osakkeenomistajat. Vuoden 2018 alusta alkaen Suomessa on viisi yksityisten alojen työeläkeyhtiötä, joista kolme on keskinäisiä vakuutusyhtiöitä ja kaksi vakuutusosakeyhtiötä. Yhtiöt ovat aakkosjärjestyksessä Elo, Ilmarinen, Pensions-Alandia, Varma ja Veritas. (Tela 2017c; Työeläke 2017)

2.4.2 Julkisten alojen työeläkevakuuttajat

Vuoden 2017 alusta tuli voimaan julkisten alojen eläkelaki (JuEL), johon yhdistettiin kunnallinen eläkelaki (KuEL), valtion eläkelaki (VaEL) sekä evankelis-luterilaisen kirkon eläkelaki (KiEL). Lakien yhdistämisen taustalla on niiden identtisyys muutamaa pientä poikkeusta lukuun ottamatta. (Rissanen ym. 2017, 54) Lain soveltamisen piiriin kuuluvat mm. julkiseen työnantajaan sekä eduskuntaan palvelussuhteessa olevat henkilöt, eduskunnan oikeusasiamies ja apulaisoikeusasiamies sekä julkisen työnantajan luottamushenkilöt (Julkisten alojen eläkelaki 81/2016, 4 §).

Julkisten alojen työntekijöiden eläkevaroja hoitaa pääasiallisesti Keva. Sen hoidettavana ovat kunta-alan, valtion, evankelis-luterilaisen ja Kelan toimihenkilöiden eläketurvan toimeenpano. Kunta-alan osalta Keva huolehtii työeläketurvan lisäksi rahoituksesta. Kaikki Suomen kaupungit, kunnat sekä kuntayhtymät kuuluvat Kevan hoidettavaksi. Kirkon eläkerahasto hoitaa oman

rahoituksensa ja Keva siis hoitaa eläketointaan liittyvät asiat. Ortodoksisen kirkon työntekijöiden vakuutus riippuu työtehtävästä, osa on VaEL-vakuutettuja, osa puolestaan TyEL-vakuutettuja. (ETK 2017c; Tela 2017c)

Valtion työntekijöiden eläkkeiden rahoituksesta vastaavat Valtion Eläkerahasto (VER) ja valtio (Tela 2017c). Verojen merkitys eläkkeiden rahoituksessa on suuri ja palkansaajien maksussa olevat eläkkeet rahoitetaan valtion budjetista. Vaikka julkisten organisaatioiden maksamat maksut ovat merkitty työnantajamaksuiksi, rahoitetaan ne luonnollisesti verovaroin. (D’Ambrogi-Ola 2017, 165) Valtion Eläkerahaston toiminnan ohjaus ja valvonta kuuluu valtiovarainministeriölle, joka myös hyväksyy rahaston vuotuisen talousarvion (Laki valtion eläkerahastosta 2006/1297, 2 §).

2.4.3 Työeläkesäätiöt ja –kassat sekä muut

Yksityisten ja julkisten alojen eläkelaitosten lisäksi eläkevaroja hoitavat määrätty eläkesäätiöt sekä eläkekassat. Vakavaraisuusvaatimukset ovat samat kuin työeläkeyhtiöilläkin, mutta toimintavapauksissa on eroja. Erot johtuvat suurimmaksi osin maksutekniikasta, sillä eläkesäätiöillä ja kassoilla vakuutusmaksu määräytyy niiden tuloksen perusteella, eikä etukäteen säädettyllä maksulla. (Rissanen ym. 2017, 40)

Eläkekassa hoitaa työnantajan, konsernin tai toimialan työeläketurvaa, mutta se ei saa harjoittaa muuta vakuutustoimintaa. Sen perustamiselle ei tarvita varsinaista viranomaislupaa, mutta sille on kuitenkin saatava Finanssivalvonnan vahvistus. Finanssivalvonta voi lisäksi asettaa vaatimuksia takuupääomalle tai pohjarahastolle. Eläkekassa on ilmoitettava vakuutuskassarekisteriin rekisteröitäväksi säädettyssä ajassa. Lakisääteisiä eläkekassoja on viisi kappaletta, joista omat eläkekassat ovat esimerkiksi apteekeilla, Valiolla sekä OP:lla. (Tela 2017c; Työeläke 2017) Eläkekassoista säädetään vakuutuskassalaissa (1164/1992) ja tarkoituksena on järjestää lakisääteistä työntekijän eläketurvaa tai vapaaehtoista lisäeläketurvaa niihin järjestäytyneille työnantajille (Rantala & Kivisaari 2014, 216–217).

Eläkesäätiötä koskevat samankaltaiset vaatimukset, kuin eläkekassaa. Eläkesäätiö hoitaa yhden tai useamman työnantajan tai konsernin palveluksessa työskentelevien työeläketurvaa, eikä se saa harjoittaa muuta vakuutustoimintaa. Toimilupaa myöskään eläkesäätiölle ei tarvita, mutta säännöille ja muutoksille on haettava vahvistus Finanssivalvonnalta. Eläkesäätiö on ilmoitettava säädettyssä ajassa eläkesäätiörekisteriin rekisteröitäväksi. Lakisääteisiä eläkesäätiöitä on 15

kappaletta ja niitä löytyy esimerkiksi Orionilta sekä Sanomalta. (Tela 2017c; Työeläke 2017) Eläkesäätiöistä säädetään eläkesäätiölaissa (1774/1995) ja tarkoituksena on samanlainen, kuin eläkekassoilla (Rantala & Kivisaari 2014, 216–217). Eläkesäätiöitä koskee sama ohjeistus sijoitustoiminnan osalta: varat on sijoitettava tuottavasti ja turvaavasti maksuvalmius huomioon (Eläkesäätiölaki 1774/1995, 5 §).

Suomen eläkejärjestelmässä on myös muutamia erityistapauksia. Kirkon eläkerahasto hoitaa siis oman rahoituksensa Kevan hoitaessa eläketoimintaan liittyvät asiat ja ortodoksisen kirkon työntekijöiden vakuutus määräytyy aiemmin mainitulla tavalla. Varsinaisesta työeläketurvan toimeenpanosta vastaa ortodoksisen kirkon eläkerahasto. Maanviljelijöiden, kalastajien, poronhoitajien ja apurahansaajien eläkeasioita hoitaa Maatalousyrittäjien eläkelaitos, eli Mela. Merimiesten eläketurvaa hoitaa Merimieseläkekassa. Ahvenanmaan maakunnan hallituksen finanssiosaston eläketoimisto huolehtii pääasiallisesti maakunnan hallituksen työntekijöiden eläkkeistä. Suomen Pankin työntekijöiden eläketurvaa hoitaa Innova Henkilöstörahasto- ja Eläkepalvelut Oy. (ETK 2017c; Tela 2017c)

3 TYÖELÄKEYHTIÖIDEN SJOITUSTOIMINTA

3.1 Sijoitustoiminta ja sen teoria

3.1.1 Hajautus ja tuotto

Sijoitustoiminnassa riski ja tuotto kulkevat käsi kädessä. Ei ole olemassa eksaktia riskitasoa, jota voisi pitää absoluuttisesti rationaalisena. Riskin määrää voidaan arvioida menneisyydestä tutkimalla riskin ja tuoton välistä suhdetta erilaisissa tapauksissa, mutta sen jatkuvuudesta ei ole olemassa takeita. Tulevaisuuden ennustaminen on hankalaa ja pitkän aikavälin investointeja varten on usein suoritettava skenaarioanalyysyjä. (Bodie ym. 2014, 117)

Sijoitustoimintaa kohtaan ilmeneviä riskejä tulee yleisesti taloudesta ja markkinoilta. Riskejä ovat esimerkiksi inflaatio ja korkotaso. Riskejä esiintyy edellä mainittujen makroekonomisten tekijöiden lisäksi myös yksittäisten yritysten sisällä. Osa näistä voi yksinkertaisimmillaan

varautua sijoittamalla yhden yrityksen osakkeiden lisäksi toisen yrityksen osakkeisiin. Eri kohteisiin sijoittaminen tasapainottaa sijoitussalkkua ja hajauttamisen avulla etsitäänkin turvallista tuottoa: tarkoituksena on kokonaissijoituksen jakaminen useaan kohteeseen niin, että tuotto on paras mahdollinen. Suurellakaan osakemäärällä ei pysty häivyttämään riskiä kokonaisuudessaan, sillä yleiset tekijät vaikuttavat aina ja täten sijoitusriskit ovat useimmiten toisistaan riippuvia ja yhtäaikaaisesti alttiita maailmanlaajuisille suhdanteille. (Bodie ym. 2014, 206; Rantala & Kivisaari 2014, 173)

Tuoton mittaaminen on olennaista sijoitustoiminnassa ja sillä tarkoitetaan sijoituksen arvon muutosta. Yksinkertaisin tapa on laskea prosentuaalinen tuotto, mutta esimerkiksi osakesijoituksissa on laskettava mukaan osingot. Rahastosijoittamisessa puolestaan on tuotto-osuuksien lisäksi huomioitava hallinnointi- ja säilytyspalkkiot, jotka rahastoyhtiö veloittaa suoraan rahaston arvosta. (Puttonen & Repo 2011, 82)

Sijoitusten allokointi tarkoittaa sijoitusvarojen jakamista eri omaisuusluokkien ja sijoituslajien lisäksi erilaisiin sijoitusinstrumentteihin. Omaisuusluokkien välinen allokaatio määrittää pitkäaikaisen sijoittajan sijoitussalkun riskiprofiilista yli 90 %, mikäli varallisuuden hajautus on riittävällä tasolla. Sijoitusten jako osake- ja korkosijoitusten välillä on yksi merkittävimmistä valinnoista sijoitussalkun riskiprofiilin kannalta, sillä osakesijoitusten markkinariski on huomattavasti korkosijoitusten markkinariskiä korkeampi. Osakkeiden suurempi osuus kasvattaa riskiprofiilia, kun vastaavasti korkosijoitusten lisääminen vähentää sitä. Sijoitussalkussa pitkän aikavälin odotetun tuoton ja sijoitusten riskipitoisuuden välillä on useimmiten vahva kytkös. (Vatanen 2016, 214–215)

Allokoinnissa merkittävin tekijä on siis jako eri omaisuusluokkiin, kuten osakkeisiin, velkakirjoihin sekä turvallisiin valtion velkasitoumuksiin. Tämä on useiden asiantuntijoiden mielipide. Optimoidakseen allokoinnin, käyttävät sijoittajat pääoman allokontilinjaa (*capital allocation line*), saadakseen Sharpen luvun mahdollisimman korkeaksi. (Bodie ym. 2014, 215) Sharpen luku puolestaan on arvo, joka kertoo, kuinka paljon enemmän tuottoa volatiliteettia kohden rahasto on tuottanut riskittömään sijoitukseen verrattuna. Mitä suurempi Sharpen luku siis on, sitä paremmin se on tuottanut suhteessa riskitasoonsa. (Puttonen & Repo 2011, 105)

Sijoittajien toimintaa ohjaa keskeinen teoria, jonka nimi on moderni portfolioteoria. Teorian on kehittänyt Harry Markowitz vuonna 1952. Se mullisti sijoituskäyttäytymisen ja siitä on muodostunut perustava ajatus koko finanssitaloudelle. Teoriassa tunnistetaan resurssien vähyys, jonka johdosta taloudelliset päätökset tapahtuvat sijoittajien transaktioissa. Sijoittajat ottavat

kaupankäynnissä puolestaan huomioon riskin ja tuoton välisen suhteen. Perusajatuksena on jakaa varallisuus eri hyödykkeisiin ja turvata sillä tavalla omaisuus. Portfolio muodostaa tehokkaan puskurin riskin minimoinnilla määrättyllä tasolla ja tuotto-odotuksella. Laskelmat edelliseen suoritetaan varianssin ja normaalijakauman avulla mitaten. Parhaiten suojaavat portfoliot ovat laajasti hajautettuja ja pääajatuksena onkin, että ”ei laiteta kaikkia munia samaan koriin”. (Kaplan & Siegel 2012, 267–268)

Sijoitustoiminnassa käytetään erilaisia mittareita. Yksi yleisesti käytettävä mittari on salkun volatiliteetti, eli standardipoikkeama. Sillä tarkoitetaan määrättyllä aikavälillä tapahtuvaa osakkeen hinnan muutosta, eli heiluntaa. Matemaattisesti volatiliteetti on varianssin neliöjuuri. Varianssi puolestaan mittaa arvojen jakaumaa odotusarvonsa ympärillä. Varianssi on sitä suurempi, mitä useammin arvot poikkeavat merkittävästi keskiarvostaan. Riskin katsotaan olevan korkeampi, kun varianssi on suurempi. (Leshik & Cralle 2011, 97; Puttonen & Repo 2011, 86)

3.1.2 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesiksi kutsutaan teoriaa, jossa ajatellaan osakkeiden olevan sen hintaisia, kuin niitä koskevaa informaatiota on saatavilla. Hinnat ovat siis periaatteessa rationaaliset ja niihin voi vaikuttaa ainoastaan uusi informaatio. (Bodie ym. 2014, 350–351) Hypoteesi perustuu joukolle teoreettisia ehdotuksia. Markkinaosapuolten on oltava riskiä kaihtavia ja tuottoja maksimoivia, tiedon on oltava saatavilla vapaasti ja transaktiokustannuksia ei tule olla. Ehdot ovat teoreettiset, mutta niiden voidaan katsoa muuttuvan empiirisiksi toteutumistarkkuutena perusteella. Markkinat eivät välttämättä ole absoluuttisesti oikeassa, mutta niiden oikeassa olemiseen voidaan luottaa ja ajatella markkinoiden sisältävän kaiken oleellisen tiedon. (Wahlroos 2015, 169–170) Markkinahintojen nähdään määräytyvän varsin satunnaisesti, sillä mitään varsinaista ennustettavaa käyttäytymismallia ei ole löytynyt (Bodie ym. 2014, 380).

Hypoteesista on olemassa kolme erilaista versiota, jotka ovat heikko, keskivahva ja vahva. Näillä erotetaan se, mitä kutsutaan tarjolla olevaksi informaatioksi. Heikossa hypoteesin muodossa osakkeiden hinnat ovat jo muodostuneet datan analysoimisen ja historian tutkimisen jälkeen. Esimerkiksi trendejä ei oteta tässä huomioon. Keskivahvassa hypoteesissa kaikki julkinen yrityksiä koskeva tieto tulee näkyä osakkeen hinnassa. Historian hintatason ohella esimerkiksi perusteellinen analyysi yrityksen tuotantoketjusta sekä yritysjohtoon laadusta tulee olla tiedossa. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin vahvassa versiossa nähdään, että osakkeen hinta

kertoo kaiken oleellisen tiedon yrityksestä. Se kertoo jopa sen, mikä on tiedossa yrityksen sisällä työntekijöillä. Kyseistä näkemystä pidetään varsin äärimmäisenä. Kaikkia versioita yhdistää näkemys siitä, että hintojen tulee korreloida saatavilla olevan informaation kanssa. (Bodie ym. 2014, 353–354)

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on taloustieteellinen teoria, jonka on kehittänyt Eugene Fama 1960-luvulla. Se on markkinaliberaaleille tärkeä oppi, sillä heidän mielestään vapaat markkinat ovat paras mahdollinen tapa järjestää kaupankäyntiä finanssimarkkinoilla. Samaan aikaan markkinat ovat tarpeeksi kehittyneet kompensoidakseen riskejä. Bretton Woodsin järjestelmän hajoaminen 1970-luvulla sekä myöhempi finanssikriisi ovat asettaneet tehokkaiden markkinoiden hypoteesin kyseenalaiseksi. Myös 1990-luvulle tultaessa poikkeuksia ja anomaliaita oli löydetty kohtuullisen paljon. (Leshik & Cralle 2011, 134; Quiggin 2010, 35–36) Joidenkin tulkintojen mukaan tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on talouden historian suurin virhe. Trendit, nousu- ja laskusuhdanteet luovat efektin, jota massat seuraavat. Hypoteesin testaaminen on myös hankalaa ja myöskään lisätutkimukset eivät tunnu tuovan selkeää vastausta markkinoiden tehokkuuden olemassaoloon. Oman hankaluutensa testaukseen tuo se, että varsinaisen oikean hintatason määrittely on melkein pä mahdotonta. (Chernomas & Hudson 2017, 137–138)

Hypoteesi on yksi tutkituimmista ja kyseenalaisimmista talousteoreettisista ilmiöistä. Sen toteaminen on yksinkertaista, mutta todentaminen käytännössä on siis vaikeaa. Muutama vuosikymmen ja tuhannet eri artikkelitkaan eivät ole tuoneet ratkaisua ongelmaan, joten eri taloustieteilijätkin ovat siten eri linjoilla. (Lo & MacKinlay 2008, 6) Ajatellaan, että vaikka markkinat eivät olisi täydelliset ihmisten toimiessa rationaalisesti, voidaan niitä kuitenkin pitää suhteellisen tehokkaina (Wahlroos 2015, 170).

3.1.3 Aktiivinen ja passiivinen sijoitustyyli

Sijoittajalla on mahdollista harjoittaa aktiivista tai passiivista salkunhoitoa. Piensijoittajalla ei välttämättä ole resursseja toteuttaa kovin aktiivista salkunhoitoa, joten sijoitusrahastoihin sijoittaminen voi olla tällöin hyvä ratkaisu. Tällä keinolla sijoittaja saa salkkuunsa hajautusta. Tämä luo kuitenkin kysymyksiä, että saako sijoittaja salkunhoitajan löydösten avulla tarpeeksi tuottoa. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin kannattajat uskovat aktiivisen salkunhoidon olevan turhaa ja suosivatkin passiivista sijoitustyyliä. Passiivisessa sijoitustyyliässä sijoittaja ei

pyri voittamaan markkinoita, vaan tähtää hyvin hajautettuun portfolioon. Mikäli osakkeet ovat oikealla hintatasollaan saatavissa olevan tuoton ansiosta, ei jatkuva kaupankäynti ole järkevää suurten transaktiokulujen takia. Taktiikkana suositetaan tällöin ns. osta ja pidä -taktiikkaa (*buy-and-hold*). (Bodie ym. 2014, 357)

Yksi yleisimmistä strategioista toteuttaa passiivisista sijoittamista, on sijoittaa indeksirahastoon. Indeksirahasto on nimensä mukaisesti rahasto, joka seuraa jotakin valittua indeksiä. Esimerkkeinä tästä ovat Vanguard's 500 Index Fund, joka seuraa täsmälleen S&P 500 -osakeindeksiä sekä teollisuusosakkeisiin keskittynyt Dow Jones Industrial Average. (Bodie ym. 2014, 357; Kaplan & Siegel 2012, 8) Indeksirahasto on kustannustehokas vaihtoehto sijoittajalle. Tällöin eliminoidaan riski siitä, että salkunhoitaja ei onnistu tehtävässään valitsemalla väärät sijoituskohteet, mutta rahastamalla suuria hallinnointipalkkioita. Suhteellisen samalla periaatteella toimii passiiviset ETF-indeksiosuusrahastot, vaikka ne luokitellaankin sijoitusinstrumenttina erilaisiksi. (Puttonen & Repo 2011, 115; 166)

Indeksit kertovat markkinoiden keskimääräisestä kehityksestä ja lisäksi ne toimivat apuvälineinä, kun arvioidaan salkunhoitajien onnistumista. Yleisindeksin ei tule kertoa sijoittajalle, kuinka muodostaa salkku. (Puttonen & Repo 2011, 116) Joidenkin arvioiden mukaan vain paras 3 % aktiivisesti hoidetuista rahastoista onnistuu voittamaan indeksin niin selvästi, että kulujen maksun jälkeen niihin sijoittaminen olisi viisasta. Tältä pohjalta ajatellen passiiviseen indeksirahastoon sijoittaminen on tuottavampi vaihtoehto. (Chernomas & Hudson 2017, 134–135) Indeksien seuraaminen ja indeksirahastoihin sijoittaminen on usein hyvä olla osana portfolioa. Esimerkiksi määrättyihin alueisiin kannattaa toisinaan sijoittaa indeksirahaston kautta, ettei turhaan yritä matkia eri sijoituskohteiden painotusta. Indeksit palvelevat sijoittajia tarjoamalla sijoituskohteita, jotka eliminovat päällekkäisyyksiä. (Kaplan & Siegel 2012, 12–13)

Eräs yleinen rahastosijoittamiseen liittyvä ongelma on kaappi-indeksointi. Kaappi-indeksoituilla rahastoilla tarkoitetaan rahastoja, joita markkinoidaan aktiivisesti hoidettuina, mutta jotka strategian ja rakenteensa puolesta ovat oikeastaan indeksirahastoja. Kyseisissä rahastoissa yhdistyvät salkunhoidon huonoimmat puolet, eli aktiivisuuden aiheuttamat korkeat kustannukset sekä passiivisuuden synnyttämät alhaiset tuotot. Aktiivinen salkunhoito on siis kalliimpaa, kuin passiivinen ja kulujensa jälkeen ne häviävät vertailuindekseilleen. Huomattava osa pankkien tarjoamista rahastoista on kaappi-indeksoituja rahastoja, joita on helppo myydä asiaan perehtymättömille asiakkaille. (Helsinki Capital Partners 2017) Yksi keino torjua edellä mainittua ongelmaa on aktiivinen riski (*tracking error*). Se mittaa, kuinka tarkasti sijoitustuotto seuraa

vertailuindeksiä. Aktiivinen riski tarkoittaa näiden välistä tuottoeroa: korkea aktiivinen riski merkitsee tuoton ja indeksin välistä voimakasta vaihtelua ja pieni aktiivinen riski puolestaan tarkoittaa vähäistä vaihtelua. Ensin mainitussa tapauksessa voidaan katsoa, että salkunhoitaja ei ole seurannut vertailuindeksiä. (Puttonen & Repo 2011, 102)

3.1.4 Erilaisia sijoitusinstrumentteja

Sijoittajan on mahdollista sijoittaa varoja useisiin erilaisiin omaisuuslajeihin. Korkosijoitukset ovat tyypillisesti määrämuotoisia velkakirjoja, joissa lainanantaja saa lainansaajalta korkoa. Korkotuotto voi olla kiinteä tai sidoksissa markkinakorkojen kehitykseen. Joukkovelkakirjalainat ovat tyypillisiä korkosijoituksia, joiden pituus, eli maturiteetti, voi vaihdella muutaman päivän ja jopa monen kymmenen vuoden välillä. Mikäli joukkovelkakirjalaina on noteerattu julkisesti, määräytyy sen hinta kysynnän ja tarjonnan sekä yleisen korkotason mukaan. (Vatanen 2016, 204)

Osakkeisiin sijoittaminen on laajalti yleistä. Osake on sijoitusinstrumentti, joka kuvaa yrityksen omistusosuutta. Sen laskee liikkeelle osakeyhtiömuotoinen yritys. Osakkeenomistajat toimivat rahoittajina sekä riskin kantajina yrityksessä ja osakkeenomistajilla on oikeus yhtiön voitonjakkoon sekä päätöksentekoon. Osakkeenomistajan tulo muodostuu yrityksen voitonjaosta ja arvomuutoksesta: yritys voi jakaa osinkoja tuloksestaan ja lisäksi yrityksen taseeseen jäävä liikearvon nousu kasvattaa osakkeen hintaa. (Vatanen 2016, 206–207)

Kiinteistösijoitukset tarkoittavat kiinteistöjen suoraan omistamista tai kiinteistöomaisuuteen liitettyjen osakkeiden hankkimista. Kiinteistösijoituksien hinnoittelu on hankalampaa kuin osakkeiden tai korkojen ja lisäksi ne ovat usein vähemmän likvidejä sekä tyypillisesti luonteeltaan pitkäaikaisia. Myös aktiivinen kaupankäyntipaikka puuttuu. Niiden tuotto muodostuu nettotuotosta ja kiinteistöjen arvonnoususta. Nettotuotto saadaan vuokratuotoista ja niistä vähennetyistä kiinteistönhoitokuluista ja arvonnousu syntyy kiinteistömarkkinoilla kysynnästä sekä tarjonnasta. (Vatanen 2016, 208; Rantala & Kivisaari 2014, 180)

Tyypillisesti sijoituksia on hajautettu Suomen eläkejärjestelmässä korko-, osake- ja kiinteistö-sijoituksiin. TELA jakaakin eläkesijoitukset korko-, osake- ja kiinteistösijoituksiin sekä muihin sijoituksiin. (Vatanen 2016, 202) Muita sijoituksia ovat esimerkiksi hyödykkeet, kuten elintarvikkeet, metallit ja energiahyödykkeet. Valuuttasijoittaminen tarkoittaa sitä, että sijoitetaan vieraaseen valuuttaan suoraan tai välillisesti. (Vatanen 2016, 210)

Rahastoihin sijoittaminen on yleistä niin piensijoittajien, kuin institutionaalistenkin sijoittajien osalta. Rahastoon sijoittaessa sijoittaja ei ota varsinaisesti kantaa yksittäisiin valintoihin tai siihen, miten varat tulisi sijoittaa. Sijoittajan kiinnostuksen kohteena ovat rahaston tavoitteet, kokonaissisältö, riskit, kulut ja muut tekijät. (Investopedia 2017) Korkorahastot hakevat tuottoa korkoa tuottavista joukkovelkakirjalainoista. Lyhyen koron rahastot pyrkivät pitämään korkoriskin pienenä ja sijoittamaan lyhyen ajan joukkolainoihin. Pitkän koron rahastot puolestaan sijoittavat juoksuajaltaan pitkiin lainoihin, jotka ovat usein valtioiden laskemia joukkolainoja. (Puttonen & Repo 2011, 65) Yhdistelmärahastot sisältävät nimensä mukaisesti sekä korkoja että osakkeita, joiden keskinäistä painoarvoa voi vaihdella markkinatilanteen mukaan ja riskin määrä on usein korko- ja osakerahastojen välissä. Muunlaisia rahastoja ovat esimerkiksi rahasto-osuusrahastot, syöttörahastot sekä pörssinoteeratut rahastot (*ETF, Exchange-Traded Fund*) (Puttonen & Repo 2011, 70; Finanssivalvonta 2014).

Hedgerahastot ovat sijoitusrahastoja, jotka pyrkivät kasvattamaan absoluuttisesti arvoaan markkinatilanteesta riippumatta. Vaikka niiden tavoite on yhteinen, käyttävät ne sijoitustoiminnassaan erilaisia strategioita ja instrumentteja. Hedgerahastojen tuotot korreloivat heikosti keskenään niiden erilaisuudesta johtuen. (Vatanen 2016, 211) Hedgerahastot ovat löyhemmin säädeltyjä, kuin normaalit sijoitusrahastot ja niitä usein käyttävät varakkaat yksityissijoittajat tai institutionaaliset sijoittajat. Niiden riskiprofiilit vaihtuvat nopeasti, jolloin niiden arviointi voi olla hankalaa ja tavoitteena on useimmiten löytää väärin hinnoiteltuja kohteita. (Bodie ym. 2014, 926)

Pääomasijoitukset (*private equity*) ovat tyypillisesti sijoituksia elinkaarensa alkuvaiheessa oleviin yrityksiin. Tällaiset yritykset hankkivat yksityistä oman pääoman rahoitusta yritystoiminnan käynnistämiseen tai laajentamiseen. Usein tällaiset sijoitukset tehdään hajautettujen pääomasijoitusrahastojen kautta. Tyypillistä pääomasijoittamiselle ovat korkeat riskit sekä huono likviditeetti. (Rantala & Kivisaari 2014, 180)

Johdannaissopimukset ovat myös yksi keino sijoittaa. Ne eivät muodota omaa omaisuusluokkaa, vaan ovat linkittyneet johonkin edellä mainituista omaisuusluokista. Johdannaissopimuksen kohde-etuutena voi olla joko yksittäinen tai useampi sijoitusinstrumentti, kuten korko, osake tai raaka-aine. Vaihtoehtoisesti kohde-etuutena voi olla jokin muu muuttuja, kuten korkotaso tai inflaatio. Johdannaissopimuksia käytetään sekä riskin ottamiseen että siltä suojautumiseen. (Vatanen 2016, 211; Rantala & Kivisaari 2014, 181) Johdannaissopimukset jaetaan vakiomuo-

toisiin, johdannaispörssissä noteerattuihin instrumentteihin sekä vakioimattomiin, sopimusosapuolten välisiin sopimuksiin. Vakioitujen johdannaisten välinen kaupankäynti tapahtuu säännellyillä markkinapaikoilla, kun taas vakioimattomien johdannaisten osalta kaupankäynti tapahtuu sijoituspalveluyritysten välisillä OTC-markkinoilla (*Over-The-Counter*). Kahdenkeskeinen kaupankäynti mahdollistaa paremman räätälöinnin, mutta se nostaa vastapuoliriskiä. (Vatanen 2016, 211–212)

Johdannaisia on siis erilaisia. Termiinisopimus on vakioimaton sopimus, jossa osapuolet sopivat määritellyn kohde-etuuden, kuten valuutan, kaupasta tulevaisuudessa määrätyllä hinnalla. Futuurisopimukset ovat erityisesti korkomarkkinoilla käytettyjä vakioituja, pörssissä noteerattuja johdannaissopimuksia, joiden arvonmuutos on sama kuin termiinisopimuksissa. Myös osake- ja hyödykemarkkinoilla käytetään futuureja. Optio on johdannaissopimus, jotka jaetaan osto- ja myyntioptioihin ja niillä käydään kauppaa niin johdannaispörssissä, kuin OTC-markkinoillakin. Optiosopimus antaa ostajalle siis oikeuden ostaa tai myydä sopimuksessa määritetty kohde-etuus määrätyllä hinnalla, mutta se ei velvoita haltijaansa kohde-etuuden kauppaan, jolloin optio jää käyttämättä. Optiosopimuksessa ostaja maksaa optio-oikeudestaan sen arvon mukaisen premion option asettajalle. Swap puolestaan on vakioimaton johdannaissopimus, jossa osapuolet sopivat jonkin kohde-etuuden arvonmuutokseen liittyvien kassavirtojen vaihtamisen tulevaisuudessa. (Vatanen 2016, 212–214; Bodie ym. 2014, 51–53)

3.2 Työeläkesijoittaminen

3.2.1 Sijoitustoiminnan merkitys Suomen työeläkejärjestelmässä

Työeläkevarat muodostuvat lakisääteisestä vakuutusmaksusta sekä niiden sijoitustuotoista. Käyttötarkoitus on eläkkeiden maksaminen ja sen varmistaminen. Yksityisillä eläkeyhtiöillä on lisäksi olemassa konkurssiyhteisvastuu ja muutenkin yhteiset pelisäännöt. Toimintaa valvoo Finanssivalvonta. (Rissanen ym. 2017, 41) Työeläkkeiden pääasiallinen rahoituslähde ovat eläkemaksut, jotka kerätään työnantajilta sekä työntekijöiltä. Eläkevarojen sijoitustuotot eivät vaikuta suoraan maksettavan eläkkeen määrään, sillä Suomen työeläkejärjestelmä on luonteeltaan etuusperusteinen. (Vatanen 2016, 192)

Ilman rahastointia ja varojen sijoittamista rahoitukselle paineita aiheuttava työeläkemenojen kasvu muuttuisi niin, että se kustannettaisiin eläkemaksuista. Sijoitustuottojen perimmäinen tarkoitus on hillitä eläkemaksujen nousua tulevaisuudessa, kun eläkeläisten suhteellinen osuus Suomen työeläkejärjestelmässä kasvaa. (Vatanen 2016, 193) Työeläkevarojen rahastoiminen toimii puskurina eläkemenojen vaihtelua vastaan: sijoitustuottojen avulla voidaan jo osa eläkkeistä rahoittaa niiden avulla. Matalammat eläkemaksut tarkoittavat työnantajille pienempiä työllistämiskustannuksia ja työntekijöille suurempaa palkkaa, joka jää lopulta jäljelle. (Tela 2017h)

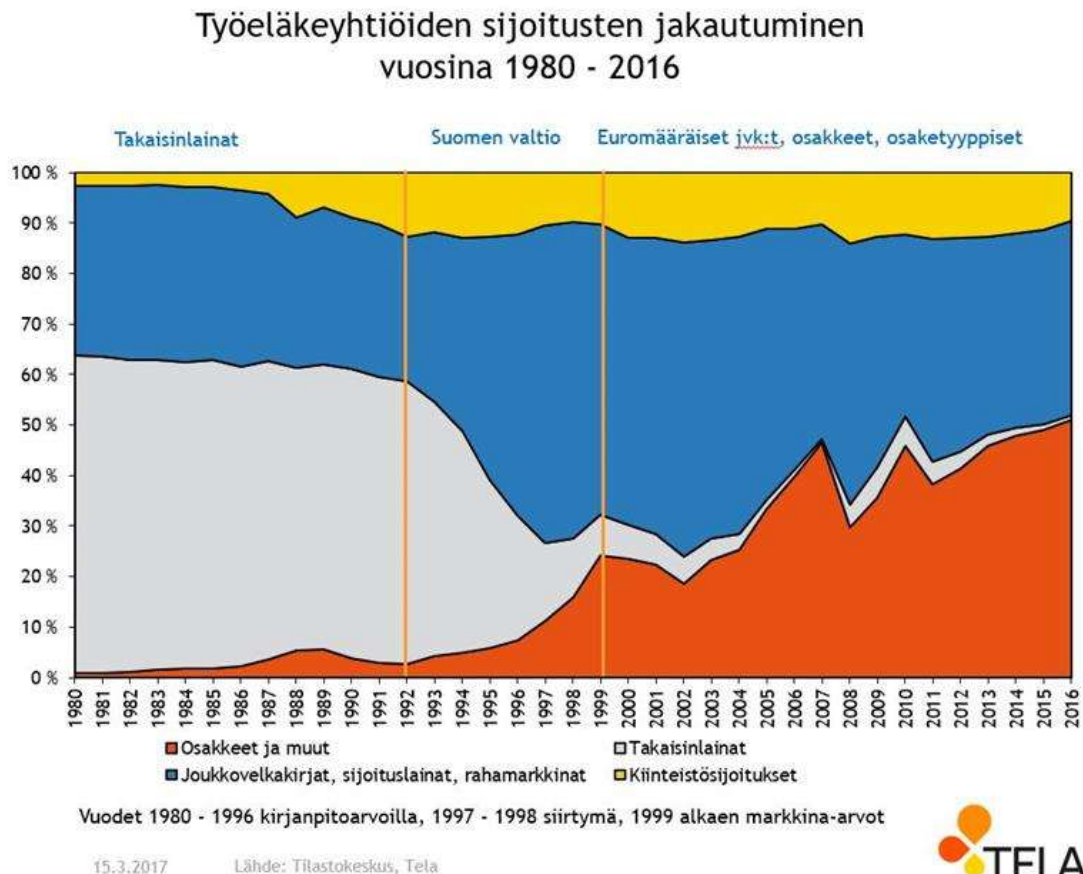
3.2.2 Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan hajautus

Vatanen (2016, 194) muistuttaa, että sijoitustoiminnan tärkein tehtävä Suomen työeläkejärjestelmässä on sijoittaa rahastoidut työeläkevarat tuottavasti ja turvaavasti. Hajauttamisella tarkoitetaan riskin vähentämistä sijoittamalla eläkevaroja eri kohteisiin. Tärkeimmät huomioon otettavat tekijät hajautuksessa ovat sijoitusten varmuus, tuotto, likviditeetti sekä monipuolisuus. Hajautuksen tulee olla kaikin puolin tarkoituksenmukaista lakisääteisen eläkevakuutuksen mukaisesti. (Vatanen 2016, 198)

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta (2015/315) säätelee yksityisalojen eläkelaitosten sijoitustoimintaa. Laitosten on huolehdittava siitä, että niiden vastuulla olevat eläkevarat sijoitetaan niin, että niiden vakavaraisuuspääoma säilyy aina. (Vatanen 2016, 198) Myös eläkesijoitusten osakepaino on määritelty kyseisessä laissa: sijoituksista enintään 65 % saa olla kiinni osakesijoituksissa (Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta 2015/315, 7 a §).

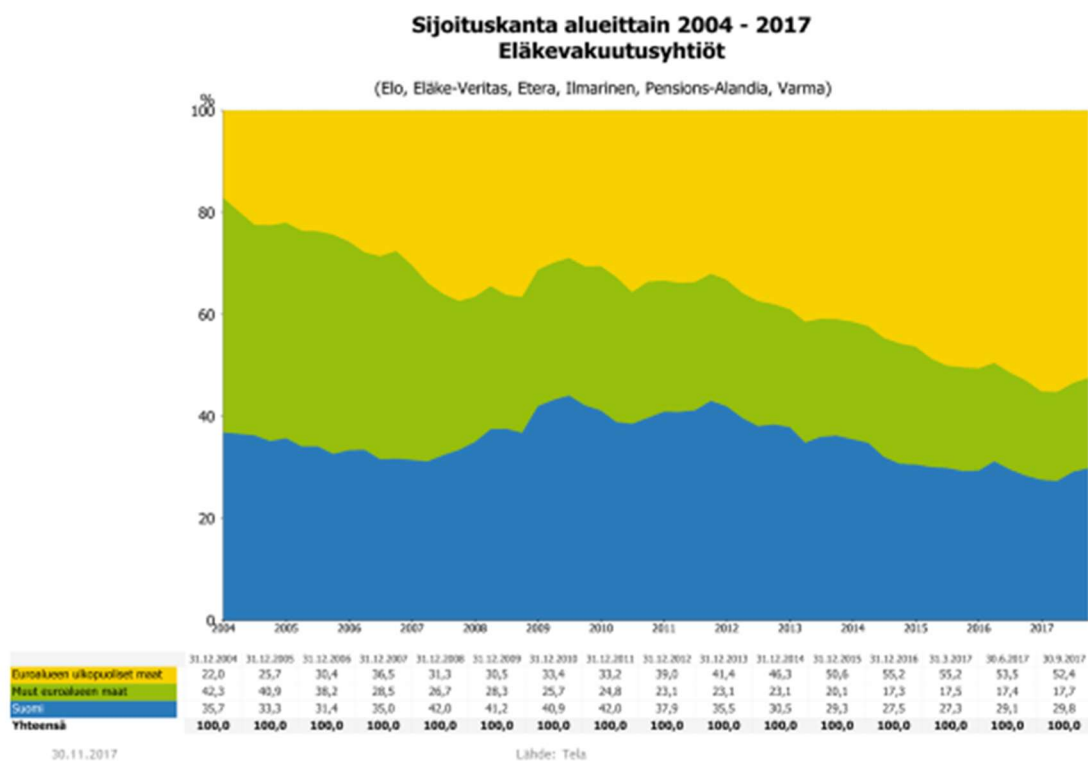
1980-luvulla suurimman yksittäisen sijoitusluokan muodostivat takaisinlainat, joiden osuus oli noin kaksi kolmasosaa. Muut korkosijoitukset, kuten joukkovelkakirjat, sijoituslainat ja rahamarkkinasijoitukset olivat seuraavaksi suurin omaisuuserä. 1990-luvulla Suomen valtionlainojen osuus nousi yli kolmasosaan. Osakesijoittamisen osuus on kasvanut vuosien 1997 ja 2007 eläkeuudistusten myötä ja vuosina 2007–2016 osakesijoitusten sekä osaketyyppisten sijoitusten osuus on ollut noin 30–51 %. Kuvio 4 havainnollistaa sijoitusten jakautumista eri omaisuuslajien välillä vuosien 1980–2016 aikana. (Tela 2017i) Kuviosta näkee selvästi, kuinka osakepaino on lisääntynyt merkittävästi vuoden 1980-luvun alkuun verraten. Takaisinlainojen osuus nyky-

ään on liki olematon, vaikka se siis vielä muutama vuosikymmen sitten muodosti kaksi kolmasosaa sijoitusvaroista. Korkosijoituksien osuus kasvoi aluksi voimakkaasti, mutta on laskenut merkittävästi huippuvuodesta 2002. Kiinteistösijoituksien osuus on kasvanut myös suhteellisesti paljon alusta, mutta sen osuus on pysynyt varsin samana jo useamman vuosikymmenen ajan.



Kuvio 4. Työeläkeyhtiöiden sijoitusten jakautuminen vuosina 1980–2016 (Tela 2017i)

Eläkevaroja sijoitetaan sekä Suomeen että ulkomaille. Vuoden 2016 lopussa Suomeen oli sijoitettu noin neljäsosa eläkevaroista. Muualle euroalueelle kohdistuneiden sijoitusten osuus oli noin viidesosa. Tästä jäljelle jäävä osuus, eli hieman yli puolet varoista, oli sijoitettu euroalueen ulkopuolelle. Jälkimmäinen käsittää esimerkiksi suuret talousalueet Yhdysvallat, Ison-Britannian ja Japanin, mutta myös esimerkiksi Ruotsin. Kuvio 5 havainnollistaa yksityisten alojen työeläkeyhtiöiden sijoitusten maantieteellistä jakautumista alueittain. (Tela 2017h) Kuvion prosentuaalisesta jakautumisesta näkee, että euroalueen ulkopuolisten sijoituksien osuus on kasvanut selvästi vuodesta 2004 lähtien. Suomen osuus on hieman pienempi kuin huippuvuosina ja muiden euroalueen maiden osuus on vähentynyt merkittävästi aikavälillä.



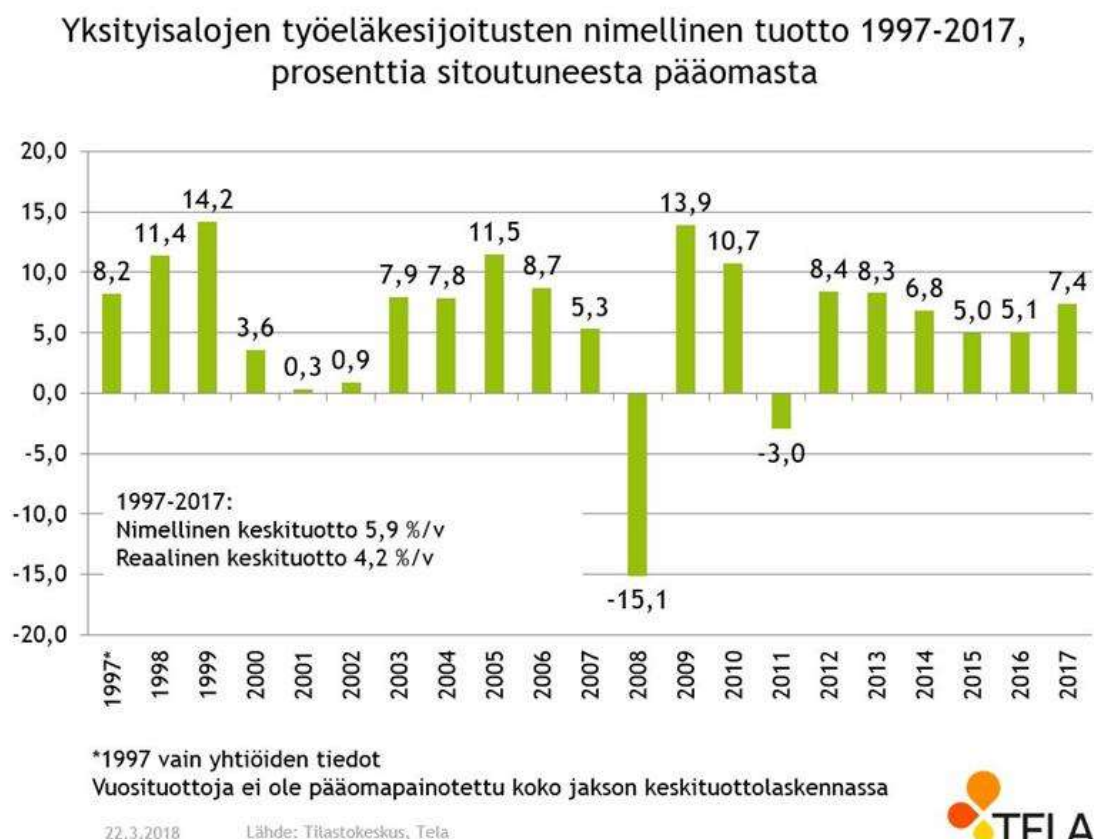
Kuvio 5. Sijoituskanta alueittain 2004–2017 – Eläkevakuutusyhtiöt (Tela 2017h)

3.2.3 Työeläkeyhtiöiden sijoitustuottojen historiaa

Työeläkesijoitusten tuotot koostuvat kassatuotoista sekä sijoitusvarojen arvonmuutoksesta. Kassatuotot käsittävät kaikki sijoitusten tuomat suorat rahavirrat, kuten osingot, korkotulot sekä johdannaisten premiot. Kaikki edellä mainitut ovat positiivisia. Arvonmuutokset puolestaan voivat olla myös negatiivisia, sillä sijoitusvarojen arvot voivat muuttua tilanteesta riippuen. Tuottoa seurataan useimmiten tuottoprosentin avulla, joka lasketaan jakamalla euromääräinen tuotto saman aikavälin sitoutuneella pääomalla. Sitoutuneen pääoman laskennassa puolestaan sovelletaan Finanssivalvonnan antamia määräyksiä. (Tela 2018b)

Työeläkevarat ovat kasvaneet vuosien 1996–2017 aikana suhteessa BKT:hen alun 38 %:sta 88 %:iin. Suurin yksittäinen selitys tähän on ollut sijoituksen tuotoissa. Jakso on ollut kasvujoh- teinen ja varojen absoluuttinen määrä on pienentynyt ainoastaan muutamana vuonna. Vuosi 2009 on ainoa vuosi, jolloin BKT:n määrä on pienentynyt. Tuolloin finanssikriisin vaikutukset levisivät aina Suomenkin reaalitalouteen saakka. (Tela 2017i)

Kuvio 6 (Tela 2018c) puolestaan havainnollistaa sijoitusten tuottavuutta kahden viimeisen vuosikymmenen aikana. Tuottojen voidaan nähdä olleen suhteellisen tasaiset viimeisen viiden vuoden aikana, kun taas esimerkiksi finanssikriisin vaikutuksen voi havaita selkeänä vuoden 2008 merkittävänä laskuna tuottavien vuosien välissä. Vuotuinen reaali tuotto on ollut 4,2 %, kun inflaation vaikutus on poistettu nimellisestä tuotosta. Kuvio kertoo yksityisten alojen sijoitus tuotot, joissa heilunta on hieman julkisten alojen sijoitustuotto prosentteja pienempää.



Kuvio 6. Yksityisalojen työeläkesijoitusten nimellinen tuotto 1997–2017, prosenttia sitoutuneesta pääomasta (Tela 2018c)

Viimeisen kymmenen vuoden aikana on korkosijoitusten tuotto ollut varsin tasaista. Vuodesta 2017 lähtien on korkojen matalasta tasosta johtuen ollut haastavaa saada niistä tuottoja etenkin kehittyneiden maiden valtionlainojen osalta. Kehittyviltä markkinoilta tuottoja on ollut potentiaalista saada sekä valtionlainojen että korkeariskisten yrityslainojen osalta. Kriisivuodet 2008 ja 2011 näkyvät osakesijoituksissa selkeästi ja osakkeet ovat jakautuneetkin kahteen luokkaan: pääomasijoituksiin ja noteerattuihin osakkeisiin. Pääomasijoituksista etenkin noteeraamattomat

osakkeet voivat tuottaa hyvin, vaikka noteeratuissa arvonvaihtelu olisikin suurta. Jälkimmäisten merkitys eläkesijoitusten tuottoon on merkittävä niiden suuren prosentuaalisen osuutensa vuoksi. Kiinteistösijoitusten tuoma tuotto on ollut tasaista ja suojannut sijoitettua pääomaa inflaatiota vastaan. Muiden, eli vaihtoehtoisten sijoitusten, tuotto muodostuu pitkälti hedgerahastojen tuomasta tuotosta. (Tela 2018d)

4 YHTEISKUNTAVASTUU

4.1 Yhteiskuntavastuu osana yritysten toimintaa

4.1.1 Yhteiskuntavastuu käsitteenä

Yhteiskuntavastuulla tarkoitetaan yleisesti yritysten velvoitetta toimia vastuullisesti omassa yhteiskunnassa ja muualla. Käytännössä sillä tarkoitetaan kestävä kehityksen periaatteiden huomioimista ja toteuttamista yritystoiminnassa, joka vaikuttaa merkittävästi yrityksen maineeseen sekä kilpailukykyyn. (Suomen YK-liitto 2017)

Yhteiskuntavastuu voidaan jakaa taloudelliseen, ekologiseen ja sosiaaliseen osa-alueeseen. Taloudellinen osa-alue sisältää kestävydestä huolehtimisen, korruption vastaisen toiminnan sekä asianmukaisen verojenmaksun. Siinä tarkastellaan pitkän tähtäimen toimintaedellytyksiä sekä rahavirtojen jakautumista sidosryhmille. Esimerkiksi verojen maksaminen on tarkoitus suorittaa kohdemaahan, sen oloja kehittämään. Ekologiseen vastuuseen sisältyy yritysten toiminnasta aiheutuvien ympäristövaikutusten mittaaminen ja raportointi. Ympäristövastuussa korostuvat yrityksen omien suurin vaikutuksien lisäksi myös välilliset vaikutukset. Sosiaalinen vastuu puolestaan käsittää ihmisoikeuksia kunnioittavat ja oikeudenmukaiset toimintatavat, tuoteturvallisuuden sekä markkinoinnin. Se käsittelee laajasti ihmisten hyvinvointia ja hyvinvoinnin edellytyksiä. (Jussila 2010, 15–16; Suomen YK-liitto 2017)

Yritysvastuulla (*corporate responsibility*) tarkoitetaan yrityksen toiminnasta aiheutuvia positiivisia ja negatiivisia vaikutteita, jotka liittyvät yleiseen, poliittiseen ja akateemiseen keskuste-

luun. Yritysten on ajateltu tekevän tulosta tarjoamalla kysyntää vastaavia hyödykkeitä ja palveluja, mutta niitä koskevat rajoitteet ovat olleet epäselviä kautta aikain. On ajateltu, että yritysten on maksettava osa menestyksestään takaisin yhteiskunnalle, muutenkin kuin pelkästään noudattamalla lakia. Edellä mainittujen pohdintojen tuloksena on syntynyt ajatus nimeltään yritysten sosiaalinen vastuu (*corporate social responsibility*). Kyseisellä termillä tarkoitetaan suomeksi usein myös yrityksen yhteiskuntavastuuta. Terminologian kehittyminen on globaali ilmiö. (Blowfield & Murray 2014, 6; Jussila 2010, 14)

Yhteiskuntavastuun ohella voidaan puhua eri termeistä, kuten vaikkapa kestävä kehityksen mukaisesta yritystoiminnasta. Näitä käytetäänkin synonyymeinä, mutta kestävä kehitys toimii usein kaikkien kattoterminä. Yhteiskuntavastuu-termi viittaa selkeästi yrityksen ja kestävä kehityksen väliseen yhteyteen. Se voidaan mieltää kokonaisvaltaisena, jonka avulla voidaan käsitellä niin yritystä, kuin yhteiskuntaakin. (Jussila 2010, 12–13) Oikeastaan aiemmin mainittu englanninkielinen CSR-termi on syy monimerkityksellisyyteen. Vastuullinen liiketoiminta voi toisinaan olla myös perusteltu termi käyttää, sillä yhteiskuntavastuu-termi saattaa herättää mielikuvan vastuun siirtämisestä yrityssectorille. (Koivuporras 2008, 29)

4.1.2 Yhteiskuntavastuu prosessina

Yrityksen on jatkuvasti pidettävä huolta maineestaan. Maine on oleellinen osa sitä, minkälaisena muut näkevät yrityksen ja se kehittyy jatkuvasti syntyen odotuksista. Hyvä maineenhallinta on kilpailuetu. (Aula & Mantere 2013, 340–341) Kuvaja & Malmelin (2008, 26) toteavat, että useimmissa suuryrityksissä nähdään hyvä maine sekä yhtenäinen brändi investoinnin arvoisina asioina, joiden johtaminen vaatii pitkäjänteisyyttä ja johdonmukaisuutta. Toiminnan kehittäminen lähtee organisaatiosta sisältäpäin. Tavoitteet, suunnittelu ja toteutus määritellään toimintaympäristöön sopivaksi ja yrityksen on tunnistettava tärkeimmät teemat. (Könnölä & Rinne 2001, 27–28)

Pitkän tähtäimen suunnittelu ja toiminnan kehittäminen edistävät liiketoiminnan kestävä kasvua ja taloudellista kannattavuutta. Oleellisin asia on löytää se rajapinta, jossa investoimista vastuullisuustoimiin voidaan perustella pitkällä aikavälillä järkeväksi. Yleisesti ottaen vastuullisen liiketoiminnan tulisi ulottua kaikkeen toimintaan ja on hankala osoittaa, miksi juuri se vaikuttaa vaikkapa osakekurssin kehitykseen. (Könnölä & Rinne 2001, 105)

Yrityksessä vastuullisuus tulisi nähdä strategiana. Periaatteiden toimivuus käytännössä toteutetaan implementoimalla ne osaksi liiketoimintaprosesseja, henkilöstöasioita, markkinointia sekä viestintää. Sosiaalisten aspektien nähdään toimivan strategisena suunnitteluna yhtä paljon kuin vaikkapa markkinoinnin tai kasvu- ja tuottotavoitteiden. Usein yrityksissä ymmärretään, että vastuuta on kehitettävä jatkuvasti ja se on merkittävä osa strategiaa. Yritysvastuu mielletään arvonluojana yrityksen sisäisiä tekijöitä sekä ympäröivää yhteiskuntaa kohtaan. Yleisellä tasolla yrityksen on usein syytä saada mahdollisimman paljon henkilöstöä osallistumaan periaatteiden implementointiin. (Blowfield & Murray 2014, 141–142; Juutinen & Steiner 2010, 126)

Yhteiskuntavastuu saa toisinaan osakseen myös kritiikkiä, sillä kaikki eivät näe siinä ainoastaan positiivisia puolia. Esimerkiksi yksittäiset yritykset ja niiden toimintatavat herättävät keskustelua ja eripuraa. Vastuullisuuden viestintä ja käytännön toimet eroavat toisinaan toisistaan: ne yritykset, jotka viestivät vastuullisuudestaan parhaiten, eivät välttämättä kanna yhteiskunnallista vastuutaan parhaiten. Yritykset eivät aina onnistu sisällyttämään yhteiskuntavastuuta osaksi muuta toimintaa ja esimerkiksi ylin johto voi romuttaa yhteiskuntavastuun omalla toiminnallaan, mikäli se viestii erilailla, kuin toimii. Johtajat kuitenkin määrittelevät omalla toiminnallaan sen, miten yrityksessä tehdään asiat oikein. (Koivuporras 2008, 68–70)

Yhteiskuntavastuu on aina hieman erilaista organisaatioiden luonteesta riippuen. Osakeyhtiöt usein korostavat talousnäkökulmaa, mutta yhteiskuntavastuu on tullut osaksi niidenkin toimintaa. Usein syytökset liittyvät juuri vastuuttomuuteen tai joidenkin vastuullisuuden osa-alueiden laiminlyömiseen. Osakeyhtiöiden yhteiskuntavastuussa korostuvat sijoittajat ja osakkaat, sillä usein yhtiön johdolla ei ole mahdollisuutta valita asiakkaitaan. Sidosryhmien keskenään erilaiset odotukset voivat myös tuoda haasteita. (Jussila 2010, 26–27)

Osuuskuntia pidetään yhteiskuntavastuullisina. Mitään selkeämpää ja vastuullisempaa perusominaisuutta osakeyhtiöihin verrattuna ei ole olemassa, mutta osuustoimintaan on perinteisesti liitetty positiivinen mielikuva yhteiskuntavastuusta. Tämä juontuu historiasta sekä toiminnan paikallisuudesta. Osuustoiminnalliset yritykset ovat myös välttyneet keskustelulta, joka liittyy johdon suuriin palkkioihin sekä omistajien suuriin osinkoihin. (Jussila 2010, 28)

Yksityisomisteiset yritykset, kuten perheyrietykset, ovat usein muunlaisia yrityksiä vuorovaikutteisempia. Omistajien rooli on suurempi ja syvällisempi, minkä lisäksi omistajilla on keskeinen ja henkilökohtainen rooli paikallisessa toiminnassa. Usein vaikuttaja on ollut samalla myös alueen tukija. Yhteiskunnalliset yritykset vaikuttavat usein yhteiskuntavastuun kehittämiseen. Kyseessä on 2010-luvun ilmiö. (Jussila 2010, 30–31)

Toimiala vaikuttaa yrityksen yhteiskuntavastuuseen yritysmuodon ohella. Raportointikin vaihtelee toimialoittain. Kun mietitään yrityksen toimialan vaikutusta yhteiskuntavastuuseen, on huomioitava yrityksen koko ja merkitys. GRI-raportointiohjeisto sisältää myös omat toimialakohtaiset täydennysohjeistot, joissa määritellään toimialojen kannalta keskeiset yhteiskuntavastuun näkökohdat seurannalle sekä raportoinnille. (Jussila 2010, 35–36)

Esimerkiksi pankkisektorilla on omat erityispiirteensä yhteiskuntavastuuseen liittyen. Taloudellisen vastuun ominaispiirteitä ovat kannattavuus, vakavaraisuussäädökset, työllistävyys sekä verotulot. Muista toimialoista poikkeavat haasteet liittyvät vastuulliseen rahoittamiseen sekä sijoittamiseen. Sosiaalinen vastuu liittyy luotettavuuteen asiakkaiden, työntekijöiden, yhteistyökumppaneiden ja omistajien osalta. Pankkien merkittävimpiä ympäristövastuutoimia ovat niiden ympäristöjärjestelmät sekä ympäristöriskien huomioiminen yritysrahoituksessa. Lisäksi sidosryhmien odotuksiin liittyvät esimerkiksi ympäristöhankkeiden rahoittaminen sekä vihreät rahastot. (Koivuporras 2008, 217–218)

4.1.3 Yhteiskuntavastuun raportointi ja mittaaminen

Yhteiskuntavastuun raportointi on kiistettävästi merkittävä osa yhteiskuntavastuuta. Mitattavuuden ja avoimuuden periaatteet ovat mahdottomat toteuttaa ilman raportointia. Toimenpiteet, menetelmät ja lopputulokset ovat raportoinnissa keskiössä. Käytetyin työväline yhteiskuntavastuun raportointiin on GRI-raportointiohjelmisto (*Global Reporting Initiative*), jonka tavoitteena on varmistaa mitattavuus, vertailtavuus, tiedon tasapuolisuus, selkeys, täsmällisyys, oikea-aikaisuus sekä luotettavuus. Taloudellisen raportoinnin kaltaista yhtenäisyyttä ei raportoinnissa usein ole, joten käytettäviä mittareita on useita. GRI-ohjeisto on syntynyt sidosryhmäprosessissa, jonka ovat synnyttäneet YK:n ympäristöohjelma ja kestävä kehitys edistävä yhteenliittymä. (Jussila 2010, 144–145; Harmaala & Jallinoja 2012, 224)

Yritysten vastuullisuus perustuu pitkälti vapaaehtoisuuteen ja itsesääntelyyn. Business Social Compliance Initiative on yksi vastuujärjestelmä, jonka avulla yritykset voivat parantaa erityisesti tavarantoimittajien työntekijöiden työoloja riskimaissa. Lainsäädäntöäkin kehitetään kohti vastuullisempaa yritystoimintaa. YK:n Global Compact –aloite on kansainvälinen mekanismi, jossa yritykset sitoutuvat toimimaan yhteiskuntavastuun periaatteiden mukaisesti. (Suomen YK-liitto 2017)

Yrityksen yhteiskuntavastuu voidaan mieltää myös niin, että sillä tarkoitetaan sitä, mitä yritys tekee vapaaehtoisesti yhteiskunnan hyväksi lainsäädännön lisäksi. Tämä näkökulma käy ilmi erityisesti yhteiskuntavastuuraportoinnissa. Yritys haluaa oma-aloitteisesti tuoda esille sitä, mitä se on saanut aikaan. Sen tavoitteena ei ole raportoida, kuinka yritys on täyttänyt lakisääteiset velvoitteensa. (Pulliainen 2008, 100) Yritys voi raportointinsa avulla viestiä sitä, mihin se on sitoutunut. Raportoinnin tarve tulee selvittää aina aluksi, sillä raportoinnin arvo itsessään ei välttämättä palvele. (Koivuporras 2008, 64)

Yrityksen on lunastettava raporteissa annetut lupaukset. Sen on mitattava omaa vaikutustaan ja samalla ymmärrettävä sidosryhmiensä vaatimukset. Välillä työ vaatii valtavasti energiaa: tiedotteiden ja artikkeleiden lisäksi yritykset raportoivat vastuullisuudestaan kotisivuillaan, vuosikertomuksissaan sekä erilaisissa raporteissa. Monikansalliset yritykset julkaisevat toisinaan myös yhteiskunnallista vaikutusta kuvaavia raportteja (*social report*). Raportointi on merkittävä osa yritysviestintää, mutta itse keräämisprosessia voidaan pitää vielä tärkeämpänä, sillä sen pohjalta kehitetään samalla liiketoimintaa. (Könnölä & Rinne 2001, 61–62) Raportointi on yritykselle keino tuoda informaatiota päätöksenteon tueksi, niin ulkoisesti, kuin sisäisesti. Sisäinen raportointi toimii viestintävälineenä yrityksen omalle henkilökunnalle. Ulkoinen raportointi puolestaan on haasteellisempaa olennaisen tiedon valitsemisen kannalta. Tästä hyötyvät sijoittajat ja myös maineriski pienenee avoimuuden myötä. Raportointi auttaa myös sisäisessä jäsentelyssä, kun yrityksessä mietitään vastuulliseen liiketoimintaan liittyvää työtä ja yrityksen johdon tukemista. (Harmaala & Jallinoja 2012, 221–222; Koivuporras 2008, 64)

Yrityksen toiminnasta raportointi on organisaation sisällä perinteisesti kuulunut kirjanpito-osastolle. Tästä syystä muiden, kuin finanssiasioiden raportointi on jäänyt taka-alalle. Esimerkiksi ympäristövastuuta koskeva viestintä voi sisältää asioita kestävydestä, resurssien niukkuudesta ja ilmastonmuutoksesta. (Blowfield & Murray 2010, 180–181) Raportoinnin määrä on lisääntynyt globaalilla tasolla 1990-luvun alusta alkaen. Ympäristöraportointi on ollut pohjana ja siitä on jalostunut laajempi raportointi. Yrityksen tavoitteena on tuoda raportoinnissa vuosittain esille merkittävimmät tavoitteet, saavutukset sekä vaikutukset ympäristöön ja yhteiskuntaan. (Harmaala & Jallinoja 2012, 222) Raportoinnin yleistymisen, kehittyneemmät tiedonkeruujärjestelmät sekä sidosryhmien tarpeet ovat tuoneet yrityksille vaihtoehtoja, joista valita omalle organisaatiolle sopivia raportointikäytäntöjä (Kuvaja & Malmelin 2008, 157).

Vastuullisuudesta kieliviä tunnuslukuja on oltava, jotta tavoitteiden seuraaminen onnistuu. Seurattavat tunnusluvut voivat olla esimerkiksi energiankulutus, liikevoitto tai henkilöstön vaihtuvuus. Tunnuslukujen on oltava sellaisia, että ne kertovat aina käsiteltävästä asiasta, eivätkä ole ympäröiväisiä. (Juutinen & Steiner 2010, 182–183) Yritysvastuusta raportoidessa merkittävimmät periaatteet ovat avoimuus, läpinäkyvyys sekä tehokas kommunikointi. Tämä ei tarkoita, että kaikesta raportoidaan kaikki, vaan yksinkertaisuus ja selkeys ovat pidettävä mukana. Olennaisuustarkastelu on työkalu, jolla ratkaistaan asioiden merkittävyys. (Juutinen & Steiner 2010, 201)

4.2 Vastuullinen sijoittaminen

4.2.1 Vastuullisen sijoittamisen määrittely

Vastuullisen sijoittamisen suosio on kasvanut viime aikoina paljon ja siitä on muodostunut sopiva lähestymistapa sijoittamiseen niin yksityiselle, kuin institutionaalisellekin sijoittajalle. Vastuullinen sijoittaminen tarkoittaa sijoitustoimintaa, jossa huomioidaan ympäristöasiat, sosiaalisen vastuu sekä hallintotapa-asiat. Edellä mainittuja аспекteja kutsutaan ESG-asioiksi (*environment, social and governance*) ja kyseisellä menetelmällä haetaan yhteiskunnallista hyväksyntää toiminnalle. Ei ole olemassa varsinaisesti yhtä ainoaa toimintatapaa, vaan toiminta on yksilöllistä, jota toteutetaan oikeilla työkaluilla oikeaan kohteeseen. (Hyrskke ym. 2012, 11)

Vastuullisen sijoittamisen juuret ovat eettisessä sijoittamisessa, joka on perinteisesti mielletty sellaiseksi sijoitustoiminnaksi, jossa on poistettu sijoitussalkusta yrityksiä ja toimialoja, jotka ovat ristiriidassa sijoittajan arvojen ja moraalikäsityksen kanssa. Eettisesti sijoittaessaan sijoittaja on valmis hyväksymään pienemmät tuotot omien arvojen toteutumisen kustannuksella. Toteutuminen voi olla käytännössä haastavaa, sillä esimerkiksi suurten eläkesijoittajien asiakaskunnassa moraalikäsitykset vaihtelevat paljon. Käytännön toteuttaminen salkkua voimakkaasti rajaamalla voi siis vaikuttaa todella negatiivisesti pitkän aikavälin tuottoihin. Tällöin vastuullinen sijoittaminen tarjoaa ratkaisun parantamalla sijoitussalkun riski- ja tuottoprofilia ESG-asiat huomioimalla. (Hyrskke ym. 2012, 11; Morningstar 2017a)

Rahastoyhtiö Morningstar määrittelee vastuullisen sijoittamisen tavaksi, jossa tuoton ohella pyritään noudattamaan eettisiä, sosiaalisia tai poliittisia periaatteita. Sijoituskohteita on mahdollista valikoida positiivisesti tai negatiivisesti. Positiivinen valikointi tarkoittaa ympäristöä tai yhteiskuntaa kohtaan vastuullisten sijoituskohteiden painottamista. Negatiivisella valikoinnilla puolestaan tarkoitetaan epämieluisien sijoituskohteiden poistamista, liittyen esimerkiksi tupakka-, alkoholi- tai aseteollisuuteen. Vastuullisuuteen pyrkivät sijoitusrahastot pyrkivät usein yhdistämään positiivista ja negatiivista valikointia. (Morningstar 2017b) Positiivinen valikointi liittyy usein kokonaisvaltaisesti vahvoihin yhteiskuntavastuullisiin toimijoihin ja negatiivinen puolestaan keskittyy ympäristötekijöihin. Moraaliin ja esimerkiksi uskontoon perustuvat rahastot panostavat useimmiten negatiiviseen valikointiin. (Lyn & Zychowicz 2010, 137)

Sosiaalisesti kestäväällä investoimisella (*socially responsible investment*) tarkoitetaan sitä, että sijoittaja ottaa päätöksenteossaan huomioon omat arvot sekä yhteiskunnallisen huolen. Termi on juurtunut vahvasti sijoitusmaailmaan ja vaikka varsinaista teoriaa tai viitekehystä ei ole olemassa, voidaan sen avulla kuitenkin mieltää päätöksenteon houkuttelevuutta sijoituksen osalta. Termi voidaan jakaa yhteiskunnalliseen, hallinnolliseen sekä ympäristöön liittyviin osa-alueisiin. Edellä mainitut asiat tulee ottaa huomioon koko investointiprosessin läpi ja sijoittajan tulisi aina olla kiinnostunut niiden huomioon ottamisesta. (Berry & Junkus 2013, 708; De Graaf & Slager 2009, 71)

4.2.2 Vastuullinen sijoittaminen käytännössä

Yleisimmät lähestymistavat vastuulliseen sijoittamiseen ovat poissulkeminen, normipohjainen tarkastelu, suosiminen, integroitu sijoitustoiminta, aktiivinen omistajuus ja teemasijoittaminen. Perinteisesti vastuullista sijoittamista on tehty suorien osakesijoitusten sekä rahastosijoittamisen kautta, mutta viime aikoina on yleinen kiinnostus kasvanut myös muita omaisuuslajeja kohtaan. Esimerkiksi kiinteistösijoittaminen tai pääomasijoittaminen eivät estä ESG-asioiden huomioimista. Sijoittajan on mahdollista jättää yksinkertaisen skriinauksen avulla pois salkusta yrityksiä, jotka toimivat jollakin määrättyllä alalla tai niin, että yrityksen toimintatapa ei ole mieleistä. Myös määrättyillä sektoreilla toimivat rahastot voivat olla hyviä vaihtoehtoja, samoin kuin ESG-asioiden osalta esiin nousevat yritykset ja muutenkin parhaat mahdolliset vaihtoehdot. Tärkeintä on valita omaan sijoitussuunnitelmaan sopivat vastuullisen sijoittamisen työkalut sekä lähestymistapa, jotka eivät ole keskenään ristiriidassa. (Hyrskke ym. 2012, 12; De Graaf & Slager 2009, 74–75)

Ensimmäinen tehtävä on laatia sijoitussuunnitelma, joka toteuttaa omat vastuullisen sijoittamisen periaatteet ja toteutustavat. Vastuullisen sijoittamisen suunnitelma tulee olla joko osana yleistä sijoitussuunnitelmaa tai vaihtoehtoisesti erillinen dokumentti. (Hyrskke ym. 2012, 161) Henkilökohtaisen ja organisaation etiikan sekä sijoitusstrategian tulee kulkea aina käsi kädessä. Pelkkää tuottoa hakevien vaihtoehtojen ohelle on syntynyt eri teemoihin keskittyviä vaihtoehtoja, joten se osaltaan helpottaa yhteensovittamista. (De Graaf & Slager 2009, 72)

Suunnitelman valmistuttua periaatteita tulee soveltaa ulkoistettuihin sijoituksiin ja sisäisesti hoidettuihin sijoituksiin. Ulkoistetuissa sijoituksissa sijoittaja voi arvioida vastuullisuutta sisällyttämällä ESG-periaatteet osaksi omaisuudenhoitajan valintaprosessia. Sisäisesti hoidettujen sijoitusten osalta sijoittajan tulee kouluttaa omia hallintoelimiä sekä sijoitushenkilöstöä kohti vastuullisia pelisääntöjä. Edellä mainittujen tekijöiden ohella on salkunhoidon seuranta tärkeä tekijä. Salkunhoitajilta pitäisi pyytää helposti vertailtavaa kvantitatiivista tietoa ja seurattavien ESG-asioiden tulisi vastata valintaprosessissa saatuja tietoja. (Hyrskke ym. 2012, 163–166)

Veronkierto on yksi yritys vastuun ongelma-alue, joka on syntynyt voimakkaasti kasvavan globalisaation myötä. Veronkierto tarkoittaa toimintaa, jossa yritys pyrkii pienentämään ja välttämään veroja lainsäädännön epäkohtia hyödyntämällä. Ongelmallista on aggressiivinen verosuunnittelu ja verojen välttäminen, ei niinkään normaali monikansallisen yrityksen toteuttama normaali verosuunnittelu. Alhaisen verotuksen valtioita kutsutaan veroparatiiseiksi ja ne voivat houkutella yrityksiä jopa nollaverotuksen avulla. Tiukat pankkisalaisuuslait houkuttelevat harmaalla alueella toimivien yritysten ohella myös rikollisia ja ne edistävät huume-, ase- ja ihmiskauppaa. (Suomen YK-liitto 2017)

Yritysten pakoilu yhteiskuntavastuustaan on todella yleistä, sillä yli puolet kansainvälisistä valuutansiirroista tapahtuu veroparatiisien kautta. EU-maiden on arvioitu menettävän vuositasolla jopa 1000 miljardia euroa verotuloja harmaan talouden verovälttelyn takia. Kyseinen summa on seitsemän kertaa suurempi, kuin EU:n vuosibudjetti. Suomen osuuden katsotaan olevan noin 320 miljoonaa euroa ja johtuvan yritysten siirtohinnoittelun väärinkäytöstä. Rikkaiden teollisuusmaiden ohella kehitysmaat kärsivät veroparatiisitalouksista ja vieläpä pahemmin. Pienten paikallisten yritysten verottaminen on valtioille helpompaa, jolloin monikansallisten yritysten veronkierto pahentaa elintasoeroja entisestään. Yhdeksänkertainen kehitysapua vastaava summa virtaa laittomasti ulos maista, joihin kehitysapua on kohdennettu. Arvioiden mukaan yli 800 miljardia euroa menee verottomana rikkaisiin maihin, veroparatiisimaihin sekä rahoitusalaisyalueille. (Suomen YK-liitto 2017)

Vastuullinen sijoittaminen on omaisuuslajista riippuen aina hieman erilaista. Korkosijoituksissa ESG-analyysi auttaa sijoituksien takaisinmaksukyvyn arviointia laajemmassa perspektiivissä. Rahamarkkinasijoituksissa vastuullinen sijoittaja voi arvioida ESG-kriteeriensä perusteella esimerkiksi liikkeellelaskijoita tai pankin työtä ekologisen jalanjälkensä pienentämiseksi. Yritysobligaatioihin on mahdollista sijoittaa hyödyntämällä ESG-analyysiä, jota osakesijoittajat käyttävät tai suosia lainoja yrityksille, jotka toimivat vastuullisesti. Valtionobligaatioihin sijoittaessa sijoittaja voi arvioida valtion keräämien varojen käyttötarkoitusta tai hyödyntää poissulkevaa ja suosivaa lähestymistapaa. Kiinteistösijoittamisessa korostuu ympäristönäkökulma, kun mietitään vastuullista lähestymistapaa. Rakennukset kuluttavat paljon, jopa 30–40 prosenttia maailman energiasta. Vihreä kiinteistö on ympäristöhyötyjen lisäksi myös vakaa investointikohde, jolla on hyvä takaisinmaksukyky energiansäästöstä johtuen. Energiatehokkuus synnyttää myös lisää työpaikkoja. (Hyrskke ym. 2012, 102–106)

Suorassa pääomasijoittamisessa sijoittajan vaikutusmahdollisuudet ovat paremmat, kuin vaikkapa pörssiyrityksen osakkeenomistajalla. Yrityksen alkuvaiheeseen sijoittaessa sijoittajalla on mahdollisuus vaikuttaa yrityksen asioihin ja edistää vastuullisen sijoittamisen kulttuuria. Hedgerahastoihin sijoittaessa sijoittajan tärkein tehtävä on ymmärtää kyseisen rahaston sijoitustapa ja arvioida sen tuomat vaikutukset. Vastuullisesti sijoittavia hedgerahastoja on varsin vähän, mutta tuotekehitystä on käynnissä ja rahastot voivat laatia omat vastuulliset sijoituskriteerinsä ja olla avoimia. Infrastruktuuriin sijoittaessa ESG-haasteet ovat yksilölliset ja elinkaari on usein pitkä. Sijoittajan on siis huomioitava kestävä kehityksen aspektit. Hyödykesijoittamisessa vastuullisuusnäkökulma on vielä suhteellisen alkeellinen ja ESG-asioihin liittyviä haasteita ovat esimerkiksi paikalliset ympäristövaikutukset sekä ihmisoikeusasiat. (Hyrskke ym. 2012, 109–114) Passiivisessa sijoittamisessa, eli ns. indeksisijoittamisessa, vastuullisuus voidaan ottaa huomioon esimerkiksi toteuttamalla aktiivista omistajapolitiikkaa, valikoimalla ESG-analyysiä toteuttavia omaisuudenhoitajia tai vaikkapa ostamalla vaikuttamispalveluita ulkopuoliselta palveluntarjoajalta. Myös ESG-trendeihin perustuvia indeksisijoituksia on mahdollista tehdä. Esimerkiksi Dow Jones, FTSE sekä MSCI tuovat markkinoille uusia tapoja sijoittaa vastuullisesti indekseihin. (Hyrskke ym. 2012, 118)

Sitoutuminen on keino edistää vastuullisen sijoittamisen toteutumista. Sijoittajan on toisinaan mahdollista vaikuttaa sijoituksensa jälkeen yrityksen toimintoihin ja käyttäytymiseen, jolloin se voi varmistaa yrityksen vastuullisuuden jatkuvan toteutumisen. Aktiivinen osakkeenomistaja voi parhaassa tapauksessa tehdä yrityksen kanssa yhteistyötä ja osallistua päätöksentekoon. Kyseiset asiat voi hoitaa yksityisesti tai julkisesti. Edellä mainittu aktiivisuus on varsin harvinaista

ja monesti lyhyen tähtäimen ajattelu on se, joka todellisuudessa vallitsee. Yrityksen edustajiston äänestyskseen kannattaa kiinnittää huomiota. Skandaalien jälkeen osakkeenomistajat ovat alkaneet kiinnittää huomiota tähän enemmän. (Blowfield & Murray, 235–236) Aktiivisuutta on mahdollista toteuttaa eri tavoin. Omistajat ja yritysjohtajat voivat esimerkiksi keskustella tärkeistä linjauksista tulevaisuutta varten. Joidenkin mielestä keskustelut ovat yhtä tärkeitä, kuin yritysten tekemät päätökset. (Sandberg 2008, 245)

Yrityksen on otettava huomioon eri asioita sosiaalisesti kestäviä sijoituspäätöksiä tehdessään ja täten vastuullista salkkua rakentaessaan. Vältettäviä osa-alueita ovat esimerkiksi alkoholi, tupakka, uhkapelit ja aseet. Näiden lisäksi työoloja mietittäessä vältettäviä aiheita ovat lapsityövoima sekä ns. ”hikipajat”. Edellä mainittujen aspektien kitkeminen voi olla suhteellisen helppoa, mutta hankalampaa on jo painottaa yrityksiä sen mukaan, kuinka sosiaalisesti vastuullisia ne ovat. Sijoittajan on mahdollista pisteyttää yrityksiä eri osa-alueiden mukaan ja painottaa täten asioita ja salkkua haluamallaan tavalla. (Berry & Junkus 2013, 708)

Se, vaikuttaako yksittäinen sijoituspäätös käytännössä yhtään mihinkään, herättää ristiriitaisia tunteita. Institutionaaliset sijoittajat ovat asia erikseen, mutta yksittäinenkin sijoittaja voi saada aikaan muutosta. Esimerkiksi yksittäisen sijoittajan vältellessä jotain määrättyä yritystä, voi se saada aikaan ilmiön, jossa muutkin sijoittajat alkavat vältellä sitä. Mitkään sijoituspäätökset eivät tapahdu tyhjiössä, vaan kaikki teot vaikuttavat jollain tapaa. (Sandberg 2008, 178)

4.2.3 Vastuullinen sijoittaminen Suomen työeläkejärjestelmässä

1990-luvun loppupuolella ja 2000-luvun alussa osa eläkesijoittajista alkoi kiinnittämään huomiota eettisiin ohjeistuksiin, jotka perustuivat muuhun, kuin poissulkeviin strategioihin. Perusihmisoikeudet, ympäristön kunnioittaminen ja työelämän säännöt ohjasivat näiden pääasiassa pohjoismaisten sijoittajien toimintaa. Edelläkävijöinä näiden osalta voidaan pitää ruotsalaisia AP-rahastoja, Norjan valtion eläkerahastoa eli ns. öljyrahastoa sekä Suomessa Ilmarista. (Hyrskke ym. 2012, 19)

Vuonna 2012 tehdyn tutkimuksen mukaan Pohjoismaissa noudatetaan eläkesijoituksissa vastuullisen sijoittamisen periaatteita eniten osakkeissa sekä korkosijoituksissa. Suomessa ja Tanskassa korkosijoitukset muodostavat suurimman osan vastuullisuudesta, kun taas Ruotsissa ja Norjassa sen tekevät osakesijoitukset. Suomessa ja Ruotsissa myös kiinteistösijoitukset sekä

muut omaisuuslajit saavat maininnan vastuullisuudesta. (Hyrskke ym. 2012, 119) Yleisesti Pohjoismaissa listattujen osakkeiden osalta tehdään eniten vastuullista sijoittamista ja seuraavaksi eniten korkosijoitusten osalta. Pääomasijoitusten vastuullisuus on Suomessa vähäistä verrattuna muihin Pohjoismaihin, mutta niiden tulkinta ei ole yksiselitteistä ja parannusta on luvassa. Kiinteistösijoittamisessa vastuullisuus on Suomessa yleisempää, kuin muissa Pohjoismaissa. Hedgerahastot ovat hankala omaisuuslaji ESG-asioiden huomioimiseen ja niistä ei useimmiten ole tarjolla ns. vastuullisia vaihtoehtoja. (Hyrskke ym. 2012, 121–122)

Kehittyneiden markkinoiden osakkeisiin sijoittaessa vastuullisuus oli jopa yleisempää kuin korkosijoituksissa. Kyseiset osakkeet ovat verraten uusi omaisuuslaji, mutta sijoittajat osaavat hyödyntää niihin vastuullisen sijoittamisen työkaluja. Kehittyvät markkinat sisältävät riskiä paljon jo omasta takaa, joten sijoittajan on tehtävä laajempi kartoitus ESG-asioiden osalta. Sijoittaja voi saada negatiivista mainetta sijoittamalla heikon hallinnon maihin. (Hyrskke ym. 2012, 121–122) Globaalisti eläkerahastot hajauttavat laajasti ja pieniä määriä, jolloin niiden on hankala ottaa kantaa yksittäisiin maantieteellisiin alueisiin tai markkinoihin. Yhteiskunnalliset asiat vaikuttavat tuottoon, mutta useimmiten eivät voimakkaasti. (De Graaf & Slager 2009, 73)

Eläkevarojen sijoittamisen vastuullisuudesta uutisoidaan tasaisin väliajoin ja sävy vaihtelee. Kauppalehti uutisoi, että suomalaisten eläkeyhtiöiden sijoitustoiminta on ympäristöystävällistä. WWF:n raportin mukaan Elolla, Varmalla sekä Valtion Eläkerahastolla ei ole sijoitussalkkuihin ollenkaan kivihiiltä. Muutenkin pohjoismaalaiset ja hollantilaiset huomioivat Pariisin ilmastopimuksen asettaman alle kahden asteen lämpötilatavoitteen parhaiten osakesijoituksiinsa. On myös havaittu, että kestävyystekijät huomioonottavat sijoittajat ovat saaneet keskimääräistä parempaa tuottoa. (Kauppalehti 4.7.2017; YLE 4.7.2017) Toisinaan uutisointi on negatiivista, kuten Kauppalehden uutisessa, jossa todetaan eläkeyhtiöiden sijoittavan varoja veroparatiisien kautta. Uutisessa mainitaan, että esimerkiksi Kevan rahastosijoituksista 63 % kulkee veroparatiisien kautta ja kaikista yhteensä kolmasosa. Varmalla vastaavat luvut ovat 66 % ja 18 %. Syynä veronkiertoon on se, että iso osa rahastoista, etenkin hedgerahastoista, toimii veroparatiiseissa. Pienemmät kulut houkuttelevat sijoittamaan näihin ja tämä tarkoittaa parempia tuottoja. Toiminnan kerrotaankin olevan laillista ja veroparatiisien välttäminen on hankalaa, kun toteutetaan laajaa sijoitusvarallisuuden hajauttamista. (Kauppalehti 7.11.2017)

Kansainväliseen vastuulliseen toimintaan ja sen raportointiin erikoistunut Kansalaisjärjestö Finnwatch on myös ottanut kantaa eläkesijoittamiseen veroparatiisien kautta. Järjestön antaman

raportin mukaan vuonna 2014 noin 60–70 % rahastosijoituksista kulkee veroparatiisien kautta, kuten Luxemburgista, Irlannista ja Caymansaarilta. (Finnwatch 2014)

Uskonnolliset instituutiot ovat harjoittaneet vastuullista sijoittamista enemmän kuin muut. Esimerkiksi Suomessa Kirkon eläkerahasto on panostanut vastuulliseen sijoittamiseen jo pitkään. Eläkerahaston pyrkimys on lisätä tietoisuutta vastuullisesta sijoitustoiminnasta ja olemalla avoin toimija. Eläkerahasto keskittyy vastuullisten kohteiden suosimiseen ja pyrkii vaikuttamaan yritysten toimintatapoihin. (Kirkon eläkerahasto 2017) Muista uskonnollisista rahastoista esimerkkeinä ovat katoliset sekä konservatiiviset juutalaiset ja kristityt rahastot, jotka tupakan ja alkoholin lisäksi varovat erityisesti sijoittamasta pornografiaan tai abortteja tukeviin yrityksiin. Määrätyt adventistiset rahastot rajaavat pois valikoimastaan lihatuotteista ja kofeiinista hyötyvät yritykset ja puolestaan islaminuskoisilla on oma halal-politiikkansa sijoitustoiminnassaan. (Lyn & Zychowicz 2010, 137–138)

Sijoittajan on huomioitava sijoitusstrategiassaan omat vastuullisuustekijänsä, jotka implementoida osaksi päätöksentekoprosessia. Työeläkesijoittamisessa ESG-asioiden huomioon ottaminen tarkoittaa esimerkiksi yrityksen kunnioitus luontoa kohtaan, työelämän oikeudet sekä raportointi. (Tela 2017j) Institutionaalisilla suursijoittajilla on eri motiiveja arvölähtöiseen sijoittamiseen. Yksi perimmäinen syy on rationaalisuus, sillä vastuullinen yritys on lähtökohtaisesti turvallinen sijoituskohde. Koska eläkerahastot pyrkivät turvaamaan pitkän aikavälin sijoituksensa, on vastuullinen sijoittaminen luontevaa ja sen tuleminen osaksi normaalia liiketoimintaa on sijoittajan etujen mukaista. Samalla vastuullisuus kasvaa myös trendinä. (Kuvaja 2010, 157–158)

YK:lla on olemassa omat vastuullisen sijoittamisen periaatteensa, jotka työeläkevakuuttajat ovat allekirjoittaneet. Suomessa Finsif toimii yhteysorganisaationa kansainväliseen vastuulliseen sijoittamiseen erikoistuneeseen PRI-yhdistykseen, joka hallinnoi YK:n laatimia periaatteita. (Tela 2017j) PRI-periaatteet (*Principles for Responsible Investment*) tarkoittavat nimensä mukaisesti YK:n vastuullisen sijoittamisen periaatteita. Ne sisältävät ESG-asioiden liittämisen osaksi sijoitusprosessia, toimimisen aktiivisena omistajana ja ESG-asioiden sisällyttämisen omistajakäytäntöihin, sijoituskohteidensa asianmukaisen ESG-raportoinnin edistämisen, vastuullisen sijoittamisen periaatteiden käyttöönoton edistämisen, vastuulliseen sijoittamiseen liittyvän yhteistyön edistämisen sekä vastuullisen sijoittamisen edistämisen ja toiminnan raportoinnin. (Finsif 2017)

5 ASiantuntijahaastattelut: Yhteiskuntavastuu työ-eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa

5.1 Asiantuntijahaastattelut ja niiden toteutus

Luvun 5 materiaali on kerätty kuuden eri asiantuntijahaastattelun pohjalta. Neljä haastattelua ovat liittyneet suoraan tutkimusalueeseen ja sitä kautta tutkimuskysymyksiin ja kaksi muuta ovat otettu niiden tueksi täydentämään käsiteltäviä asioita. Kaikki haastateltavat vastaavat omalta osaltaan eläkelaitosten sijoitustoiminnan vastuullisuuden toteutumisesta omien organisaatioidensa toimenkuvien pohjalta.

Haastattelut on toteutettu vuoden 2018 tammikuun ja helmikuun aikana, joten kaikkien voidaan katsoa olevan lähtökohdiltaan samassa tilanteessa vallitsevan maailman ja Suomen eläkejärjestelmän osalta. Viisi haastattelua toteutettiin organisaatioiden omissa konttoreissa pääkaupunkiseudulla ja yksi haastattelu toteutettiin helsinkiläisessä kahvilassa. Jokaisessa haastattelutilanteessa olivat läsnä ainoastaan haastattelija ja haastateltava. Yhtä haastateltavaa lukuun ottamatta kaikki antoivat luvan käyttää omaa nimeään sekä titteliään tutkielmassa. Lisäksi toinen vastaaja pyysi nimensä häivyttämistä vastauksista, mutta antoi luvan käyttää omaa nimeään tutkielmassa. Kaikkien osalta on kuitenkin mainittu vähintään organisaation nimi. Jokainen varsinaiseen tutkimusalueeseen liittyvään haastatteluun on annettu lupa nimen julkaisuun, kuten materiaalista käy ilmi.

Ensimmäinen haastateltava oli Kirkon Eläkerahaston edustaja 9.1., joka ei halunnut nimeään julkaistavan tutkielmassa. Seuraavana haastateltavana oli 11.1. Veritas Eläkevakuutuksen sijoitusjohtaja ja varatoimitusjohtaja Niina Bergring. 18.1. haastateltavana oli Hanna Kaskela, joka toimii Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varmassa vastuullisen sijoittamisen johtajana. 6.2. haastatteluvuorossa oli Finanssivalvonnan vakuutusosaston työeläketoimiston toimistopäällikkönä työskentelevä Mikko Kuusela. 8.2. haastateltavana oli Tiina Landau, joka työskentelee Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarisessa vastuullisen sijoittamisen senior-analyytikkona. Viimeisenä haastateltavana oli Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elon vastuullisen sijoittamisen päällikkö Kirsi Keskitalo 13.2.

Veritaksen, Varman, Ilmarisen ja Elon haastattelut liittyvät suoraan käsiteltävään aiheeseen ja tutkimusalueeseen, sillä ne ovat yksityisten alojen työeläkeyhtiöitä. Kirkon Eläkerahaston haastattelun tarkoitus on tuoda syvyyttä vastuullisen sijoittamisen teemaan ja olla vertailukohtana yksityisten alojen vakuuttajille. Finanssivalvonnan haastattelun tarkoitus on tuoda työeläkejärjestelmän juridinen puoli käsiteltävään asiaan ja täten selvittää, kuinka laki ja määräykset velvoittavat työeläkeyhtiöitä.

Haastattelujen kesto oli suurin piirtein puolesta tunnista kahteen tuntiin. Jokaiselle haastateltavalle oli lähetetty kysymyspatteristo etukäteen tutustuttavaksi ja kaikkia täydennettiin itse haastattelutilanteissa. Kysymykset löytyvät tutkielman lopusta ja ne ovat viiteen haastatteluun samat, paitsi pari kysymystä aina liittyi erityisesti käsiteltävän organisaation erityispiirteisiin sekä haastateltavan omaan työkuvaan. Ainoa kysymyspatteristo, joka erosi sisällöltään merkittävästi, oli Finanssivalvonnan haastatteluun tehty. Tämä selittyy käsiteltävien asioiden erilaisuudella ja täysin erilaisella lähestymisellä. Kaikille kerrottiin lisäksi ennen haastattelua, että tutkielma on julkinen ja mitään liikesalaisuuksia tai muuta arkaluontoista ei täten ole tarpeellista kertoa. Tutkielmaan lopulta tulleet kohdat on lisäksi annettu vielä jokaisen haastateltavan tarkastettavaksi ennen julkaisua. Kyseisen menettelyn avulla on varmistettu, ettei ole ollut väärinymmärryksiä tai että tutkielmaan ei tullut mitään, mitä haastateltavat eivät halunneet julkiseksi. Osaa kohdista on tämän toimenpiteen jälkeen muokattu, täsmennetty ja korjattu haastateltavien toiveiden mukaisesti sekä kieliasua on paranneltu. Lisäksi joitakin kohtia päivitettiin tarkastuskierroksen jälkeen, sillä osa kohdista ehti muuttua hieman muutaman kuukauden aikana.

Kaikki haastateltavat antoivat luvan nauhoittaa haastattelut ja kaikki tutkielmaan liittyvä käyty keskustelu on myöhemmin litteroitu tekstiksi. Suurin osa tutkielmaan annetuista vastauksista on muotoiltu tekstiin sopivaksi, mitään haastateltavan sanomisia kuitenkaan vääristelemättä, eikä vastauksia ole irrotettu asiayhteydestä. Tekstissä esiintyvät suorat lainaukset on merkattu selkeästi sitaatteihin ja laitettu kursiivilla ja ne kaikki ovat haastateltavien omia. Mikäli haastateltava on viitannut vastauksissaan johonkin muuhun tekstiin tai lähteeseen, on se tuotu esille ja merkattu tekstiin.

Luku on jaettu neljään eri osaan ja kolme ensimmäistä alalukua on jaettu tutkimuskysymyksien perusteella. Ne liittyvät vahvasti toisiinsa, mutta niissä on näkökulma hieman erilainen. Ensimmäisessä alaluvussa pyritään vastaamaan ensimmäiseen tutkimuskysymykseen, eli *”Millä tavoin eläkeyhtiöt ottavat yhteiskuntavastuun huomioon sijoitustoiminnassaan?”* Kyseinen kap-

pale on aihepiiriltään ja vastauksiltaan laaja-alaisin ja monipuolisin. Toisessa alaluvussa käsitellään seuraavaa tutkimuskysymystä, joka on *”Miten ESG-asiat ja muu vastuullisuus huomioidaan eri omaisuuslajeissa?”* Siinä pureudutaan tarkemmin siihen, kuinka erilailla työeläkeyhtiöt käsittelevät vastuullisuusasioita eri sijoitusinstrumenttien osalta ja miten niiden luonteet eroavat toisistaan. Alaluku on jatkumoa edeltävälle, laajemmalle kokonaisuudelle. Kolmas alaluku käsittelee seuraavaa tutkimuskysymystä, eli *”Kuinka toiminnan lakisääteisyys sekä median roolin vaikutus ovat muuttuneet eläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa?”* Teemakokonaisuus eroaa hieman kahdesta edellisestä alaluvusta ja se, miten eläkeyhtiöissä nähdään lakisääteisyyden ja median rooli sijoitustoiminnassa, on aika pitkälti mielipiteitä ja tunteisiin perustuvaa. Viimeinen alaluku koskee eläkealan ja sijoitustoiminnan juridista puolta. Se perustuu Finanssivalvonnan Mikko Kuuselan haastatteluun ja siinä on tarkoituksena tutkia teemakokonaisuuksia sääntelyn ja valvonnan näkökulmasta.

5.2 Yhteiskuntavastuu työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa

Kaikkien edustajien vastauksista kävi selvästi ilmi, että yhteiskuntavastuu on erittäin tärkeä osa sijoitustoimintaa. Vastuullinen sijoittaminen on selvästi kasvava osa-alue yleisesti ja sen merkitys koko sijoitustoiminnalle on suuri. Vastuullisuus on teema, joka kulkee eläkesijoittajilla organisaatiossa läpi koko sijoitusprosessin.

Veritaksen Bergring totesi, että jokainen sijoituskohde arvioidaan yksilönä. Heillä ei uskota passiiviseen sijoittamiseen ja kvantitatiivisten mallien tuomiin ratkaisuihin. Kvantitatiiviset metodit ovat kyllä käytössä, mutta kaiken kaikkiaan sijoittamisstrategia on Bergringin mukaan perinteinen, kassavirtapohjainen ja fundamentaalinen. Bergring itse käyttää tavasta termiä ”warrenbuffetmainen” sijoittajalegendaan mukaan. Hän tarkensi, että runsaan kvalitatiivisen analysoinnin avulla tavoitteena on tunnistaa kaikki mahdolliset riskit. He ovat henkisesti täysin irtautuneet pelkkien numeroiden käsittelystä ja pitkäaikaisena sijoittajana rooli on olla enemmänkin tulevaisuuden tutkija: tarkoituksena on ymmärtää maailmaa ja ennustaa tulevaisuutta, jonka avulla pystyy saavuttamaan kassavirtoja. Lähtökohtaisesti Veritas ei koe tarvetta poissulkea mitään, mikäli sijoituskohteiden valinta suoritetaan hyvin.

Varman Kaskela näkee vastuullisuuden yhtenä yhtiön strategiassa olevasta pilarista. Vastuullisuus on Varmassa osana jokaista sijoitusprosessin osaa ja jokainen vastuullisuusteko nähdään

osana yhteistä matkaa, jonka koko toimiala kulkee kohti vastuullisempaa toimintaa. Vastuullisuuden nähdään olevan osana eläkesijoittajien ohjenuorana kulkevaa tuottavaa ja turvaavaa sijoittamista, joka tulee lainsäädännöstä. Myös Varmalla on Kaskelan mukaan ajatus siitä, että kohteiden tulee olla ”investable”, joten he yksinkertaisesti eivät sijoita sellaiseen, mihin ei uskota nykyään tai tulevaisuudessa.

Myös Ilmarisessa vastuullisuusasiat on implementoitu osaksi jokaista sijoituspäätöstä. Salkunhoitajilla näkyy ruuduillaan listattujen sijoitusten osalta vastuullisen sijoittamisen luokitukset, jotka jakavat kohteet neljään eri kategoriaan. Jako on suoritettu seuraavasti: kahden paremman kategorian alapuolella osa yrityksistä on suoraan laitettu mustalle listalle ja osassa taas tehdään yrityksistä tarkempia selvityksiä. Myös Ilmarisessa katsotaan asiat aina nimenomaan tuoton ja riskin näkökulmasta, eli aina pitää olla perusteet sijoittaa johonkin.

Elossa periaatteet ovat samanlaiset kuin edeltävilläkin yhtiöillä: vastuullinen sijoittaminen on integroitu sijoittamisprosessiin. Se tarkoittaa käytännössä sitä, että sijoituspäätökset tekevä henkilö sisällyttää vastuullisuusasiat osaksi sijoituskohteen analysointia, valintaa, päätöksentekoa sekä seuranta. Arviointi pohjautuu yhtiöiden julkaisemiin yritys vastuutietoihin, yritysjohdon tapaamisiin sekä kansainvälisen palveluntarjoajan ESG-tietokantaan. Elossa siis vastuullisuus kulkee kaikissa sijoitustoiminnan osa-alueissa läheisesti mukana, joten sen voidaan katsoa olevan kokonaisvaltainen prosessi.

Myös Kirkon eläkerahastossa vastuullisuus kulkee osana koko sijoitusprosessia organisaatiossa. Sijoituskohteita valittaessa esimerkiksi rahastojen tai omaisuudenhoitomandaattien kautta, linkittyy heillä vastuullisuus pääasiassa omaisuudenhoitajien valintaan sekä tämän jälkeen sopimuksetekovaiheeseen. Myös sijoituskohteiden valvonta ja seuranta mielletään osaksi prosessia, joten vastuullisuusnäkökulma ulottuu myös näihin kyseisiin vaiheisiin.

Sijoitustoimintaa organisoidaan vaiheittain ja eri vaiheissa on huomioitava eri asioita. Usein esimerkiksi johtotasolla suoritetaan yleinen omaisuuslajien allokatio, jossa määritellään vaikkapa suhde osakesijoitusten, korkosijoitusten ja vaihtoehtoisten sijoitusten välillä. Tällöin vastuullisuusasiatkin tulee huomioida erilailla, kuin vaikkapa yksittäisen salkunhoitajan valitessa jonkin yritysten osakkeita salkkuunsa.

Bergring esitteli sijoitustiimin organisaatiokaaviota ja kertoi, että vastuullisuusasiat ja niiden implementoiminen on mielletty siten, että kaikilla on oma vastuualueensa, mutta jokainen on samalla vastuussa myös kokonaisuudesta. Jokaisella on siis syväosaaminen jostain määrätystä,

mutta kokonaisuus hallussa, sillä jokainen on suuri vastuunkantaja ja älyn synergioiden toteutuminen on heille tärkeää. Samalla jokaisella on vastuu informoida asioista muille, mikä on tärkeää heidän riskienhallintansa kannalta. Myös ylemmän tason allokaatiovaiheessa on mukana Bergringin mukaan kvalitatiivinen analyysi, sillä jo sääntelyinkin puolesta on tulevaisuuden skenaariot otettava huomioon. Allokaatiopäätöksessä ei Bergringin mukaan vielä oteta kantaa varsinaiseen implementointiin, vaan salkunhoitajan tehtävä on ottaa kantaa saaduissa raameissa varsinaiseen vastuukysymykseen, että mihin yritykseen sijoittaa tai minkä managerin palvelukset valitsee.

Varman Kaskela kertoi, että vastuullisuustoimintaa ei ole mitenkään varsinaisesti eriytetty muusta sijoitustoiminnasta, vaan se nähdään tavallaan kokonaistason käsityksenä siitä, miten vastuullisuusasiat nähdään eri omaisuuslajeissa. Analyytikko tukee vastuullisuustiimin toimintaa ja organisaatiotason koordinoitua. Sijoitustilanteissa vastuullisuusasioiden pohdinta tapahtuu pääasiallisesti salkunhoitajilla, jotka valitsevat kohteet, joihin sijoitetaan. Kaskela avasi myös hieman omaa rooliaan heidän sijoitusorganisaatiossa ja vastuullisuusprosessissa. Hän kertoi, että sijoitusjohtaja vastaa kaikesta sijoitustoiminnasta, jonka alaisuudessa Kaskela itse toimii linkkinä sijoitusjohtajan ja eri omaisuuslajien välillä.

Ilmarisen Landau pitää eri vaiheissa tapahtuvaa vastuullisuusaspektien miettimistä sijoitustoiminnassa lähtökohdiltaan erilaisilta, jolloin myös itse käytännön toteutus eroaa toisistaan. Hänen mukaansa yleiset isot linjaukset määrittelevät sen, missä ylipäättään Ilmarinen haluaa olla mukana ja millaista toimintaa yhtiö ei voi hyväksyä. Yksittäinen salkunhoitaja puolestaan tutkii yrityksiä toimialan sisällä, jolloin korostuu yksittäisten yritysten tuomat riskit sekä mahdollisuudet.

Elossa ylätasolla yhtiön hallitus hyväksyy vastuullisen sijoittamisen periaatteet, joiden puitteissa kaikki toiminta tapahtuu. Periaatteiden laatimisesta ja päivittämisestä puolestaan vastaa sijoitustoiminnan johtoryhmä, jonka apuna toimii monipuolisista sijoitustoiminnan ammattilaisista koostuva vastuullisen sijoittamisen ohjausryhmä. Ohjausryhmä lisäksi organisoii ja kehittää vastuullisen sijoittamisen toimintaa Elossa. Näiden lisäksi Elossa toimii omistajaohjauksen ohjausryhmä, joka antaa linjauksia ennen kaikkea Suomessa toimivien yhtiöiden omistajaohjaukseen. ESG-asioiden sisällyttämisestä sijoituspäätöksiin vastaa sitten jokainen salkunhoitaja omassa työssään. Vastuullisuusasioiden käsittely on kaikin puolin organisoitua aina johtotasolta käytännön sijoitustoimintaan ja suuressa yhtiössä on monta eri tasoa sekä lähtökohtaa asioiden käsittelyä varten.

Kirkon eläkerahastolla pidemmän aikavälin strateginen allokaatio on varsin staattinen: sijoitusomaisuudesta 40 % koostuu osakesijoituksista, 40 % korkosijoituksista ja 20 % vaihtoehtoista sijoituksista. Etenkin vaihtoehtoisten sijoitusten osalta Kirkon eläkerahaston on toisinaan tutkittava alaomaisuusluokkia tapauskohtaisesti, sillä toisinaan niiden vastuullisuusnäkökulmat vaativat lisää selvitystä. Kiinteistösijoituksien sekä private equity -sijoituksien ohella edustaja mainitsi esimerkkinä hyödykesijoittamisen, jonka vastuullisuusnäkökulmia on selvitetty laajemmin.

Negatiivinen valikointi tarkoittaa epämieluiden sijoituskohteiden poistamista. Sen voidaan katsoa olevan toimintaa, jonka avulla pyritään sijoittamaan eettisesti. Kyse on nimenomaan siitä, että ei sijoiteta eettisesti hyväksymättömiin sijoituskohteisiin. Kaikilla laitoksilla on jotakin, mihin he eivät sijoita. Toisilla kyse saattaa olla määrättyistä toimialoista, toisilla taas poissulkeminen tapahtuu tuotto-riski-suhteen perusteella, eikä lähtökohtaisesti mitään suljeta pois.

Veritaksella politiikka on se, että periaatteessa mitään ei lähtökohtaisesti jätetä kokonaan ulkopuolelle. Bergring kertoi, että heidän salkunhoidostaan on 60 % ulkoistettu varainhoitajille ja hän painotti yksityiskohtaisen ja fundamentaalisen managerinvalintatyön merkitystä vastuullisuuteen liittyen. Tähän liittyy salkunhoitajien sijoitusstrategian, analyysityön ja kriteerien tutkimista. Veritas pyrkii välttämään määrättyjä osa-alueita ja täten sitä pitää Bergringin mukaan tuoda esiin managereille. Kategorisesti Veritas ei siis kiellä mitään, mutta antaa ohjeita varainhoitajille ja tietoisesti jättää esimerkiksi fossiiliset polttoaineet merkittävästi alipainoiseksi. Valitut managerit eivät myöskään luonnollisesti toimintatapansa kautta halua sijoittaa vastuullisesti arveluttaviin tai syklisiin kohteisiin. Bergring muistutti, että suhteellisen pienellä sijoitusomaisuudella on käytännössä mahdotonta yksin määrätä rahastosopimuksen sisältö, esimerkiksi, että jokin määrätty sektori pitäisi kieltää. Myöskään mandaatteja ei yhtiöllä ole osakepuolella pienehköstä sijoitusvarallisuudesta johtuen. Veritaksella jotkin kohteet jäävät siis pois tavallaan luonnollisesti, vaikka mitään ei varsinaisesti kielletä.

Varma sulkee Kaskelan mukaan pois automaattisesti sijoituskohteistaan tupakkateollisuuden sekä ydinaseet. Muutenkin aseteollisuus on sellainen, johon Varma ei juurikaan sijoita. Edellä mainitut kuuluvat Varmassa ns. väärän tuotteen perusteella tapahtuvaan poissulkemiseen ja toinen periaate jättää pois sijoituskohteita on väärä tapa tehdä liiketoimintaa. Tähän liittyy esimerkiksi kansainvälisten normien rikkominen. Määrätyt toimialat korostuvat edellä mainittujen kriteerien johdosta, jolloin luonnollisesti joitain sijoituskohteita jää valinnan ulkopuolelle. Varman

tapa on keskittyä kohteiden positiiviseen puoleen, eikä aina välttämättä miettiä sijoituskohteita poissulkemisen kautta. Esimerkiksi uhkapelialaan sijoittaminen ei ole varsinaisesti kiellettyä Varmassa, mutta ei toimialan yrityksiä myöskään löydy heidän salkustaan. Varmassa siis pari määrättyä toimialaa on kielletty ja osa jää pois luonnollisten analyysien kautta.

Ilmarisellakin suljetaan pois tupakan ja ydinaseiden valmistajat sekä näiden lisäksi kansainvälisissä sopimuksissa kiellettyjen aseiden valmistus. Lisäksi Ilmarinen edellyttää, että sen sijoituskohteet noudattavat YK:n Global Compactia ja siihen liittyviä kansainvälisiä normeja. Ensisijaisena toimintatapana on sijoituskohteisiin vaikuttaminen, mikäli normirikkomuksia ilmenee. Kivihiilisijoitusten osalta Ilmarisella on myös olemassa raja: kaivosyhtiön tai energiaa tuottavan yrityksen liikevaihdosta tai energian tuotannosta saa enintään 30 % tulla kivihiilestä. Mikäli raja ylittyy, selvitetään Ilmarisella, onko yrityksellä uskottava suunnitelma, jonka avulla osuus vähenee alle enimmäisrajan. Ilmarisella on siis määrättyjä toimialoja, jotka ovat kokonaan kiellettyjä ja kivihiilen kanssa raja, johon vaikuttaa tulevaisuusaspektikin.

Edellisten kaltainen linja on myös Elossa ja yhtiössä on poissuljettu suorista listatuista osake- ja yrityslainasijoituksista kiistanalaiset aseet sekä tupakka-alan yhtiöt. Kiistanalaisten aseiden osalta Elon määrittely perustuu MSCI:n metodologiaan, johon sisältyvät rypälepommit, maamiinat, biologiset ja kemialliset aseet, ydinaseet sekä köyhdytetty uraani. Tupakkayritysten osalta puolestaan poissuljetut yritykset ovat MSCI Tobacco -toimialan yhtiöitä. Rahastojen osalta Elossa ei ole automaattista poissulkua, vaan heillä selvitetään tarkemmin, että rahastojen vastuullisen sijoittamisen käytännöt ovat riittävän yhtenäisessä linjassa yhtiön omien toimintamallien kanssa.

Kirkon eläkerahastolla on myös toimialoja, joita on poissuljettu ja niitä on hieman enemmän, kuin yksityisten alojen työeläkeyhtiöillä. Suoraan poissuljetut ”erityiset” toimialat ovat aseteollisuus, tupakka, alkoholi, uhkapeli, aikuisviihde sekä fossiilisiin polttoaineisiin keskittyvät yritykset. Edelliset liittyvät edustajan mukaan lähinnä suoriin sijoituksiin, rahastoyhtiöiden osalta asiaa katsotaan hieman erilailla, mutta kiistanalaiset aseet ovat poissuljettuina käytännössä kaikilla omaisuudenhoidajilla. Kansainväliset normit ohjaavat myös Kirkon eläkerahaston toimintaa: eläkerahasto avaa kaikki osake- ja korkorahastonsa kaksi kertaa vuodessa ja ulkopuolinen konsultti skriinaa omistuksia. Konsultti kertoo, mikäli löytää rahastoista joitakin normienrikkomistapauksia. Vaikuttaminen mm. näiden konsulttien avulla on tämän jälkeen yksi tärkeä keino, joka ohjaa heidän toimintaansa. Periaatteessa tavat sulkea pois kohteita ovat Kirkon eläkerahastossa varsin samat, kuin edeltävillä yhtiöillä. Kaikilla sijoittajilla ovat omat

toimintaa ohjaavat arvonsa ja Kirkon eläkerahastolla poissuljettavia toimialoja vaikuttaisi olevan hieman yksityisten alojen työeläkeyhtiöitä laajemmin. Kirkon eläkerahastolla on maine vastuullisuusasioiden edelläkävijänä ja edellä mainittu sopiikin tähän käsitykseen.

Edellisen kysymyksen tavoin haluttiin tietää, mihin maantieteellisiin alueisiin eläkelaitokset eivät sijoita tai mihin ainakin suhtaudutaan varauksella. Tämänkin teeman osalta vastauksissa oli havaittavissa sekä samankaltaisuutta että vaihtelevuutta. Joillakin oli selkeitä poissulkemisia, kun taas toisilla sijoittamatta jättäminen perustellaan muilla keinoilla. Vastauksissa oli tulkittavissa myös asioiden tulkitsemisen monimutkaisuus, sillä aina ei ole yksinkertaista vastausta siihen, että mikä sijoitus vaikuttaa mihinkin.

Veritaksen Bergring mainitsee esimerkiksi poissulkemisen osalta viitekehyksenä toimivan mallin, jonka eräs heidän varainhoitajistaan on tehnyt. Siinä analysoidaan ja luokitellaan kehittyvät maat valtion vastuullisuuskriteerein. Afrikassa ja Lähi-idässä sijaitsee määrättyjä valtioita, joihin Veritas ei sijoita. Venäjän osalta Bergring kertoo heidän olevan varuillaan ja mallin mukaan myöskään Venäjän valtiota ei rahoiteta. Vaikka venäläisiä osakkeitakaan ei Veritaksella ole, ei sitä ole kokonaan kielletty, sillä Venäjän paino on suuri kehittyvien maiden indeksissä. Myös Turkki on kohde, joka on Bergringin mukaan pelottava esimerkiksi ihmisoikeusmielessä. He myivät Turkki-omistuksensa pois poliittisen tilanteen eskaloituessa siellä. Määrättyihin valtioihin Veritas ei siis sijoita ollenkaan ja asiat muuttuvat maailmanpoliittisen tilanteen muuttuessa. Joissain tapauksissa he myös miettivät, mikä on sijoitus suoraan valtioon ja mikä puolestaan liittyy johonkin muuhun.

Varman Kaskela painotti maariskejä valtionlainsijoituksissa. Kyseisten riskien päättelemisen on usein suhteellisen yksinkertaista, kun miettii ihan, minkälaisia jotkin maat ovat. Muutenkin kyseisenlaisissa sijoituksessa pitää olla hereillä sen suhteen, että millaisessa tilanteessa valtio on juuri sillä hetkellä. Esimerkiksi demokratian toteutuminen on yksi tarkasteltava osa-alue, jonka Kaskela mainitsi.

Virallisesti Ilmarinen on poissulkenut muutamat määrättyt valtionlainat, joihin kansainväliset pakotteet estävät sijoittamisen tai joissa valtio on epäonnistunut täysin rahanpesun ehkäisyssä tai terrorismin torjunnassa. Edellä mainittujen kriteerien perusteella Ilmarinen on siis poissulkenut suoraan Pohjois-Korean, Iranin ja Syyrian valtionlainsijoitukset.

Elolla ei ole olemassa maiden osalta varsinaista yleispätevää poissulkemismenetelmää. He katsovat kutakin valtiota aina yksittäistapauksena ja usein poissulkeminen liittyy korruptiotapah-

tumaan: valtionlainojen osalta on olemassa vastuullisuuden luokittelumalli, joka perustuu korruptioindeksiin. Tämän indeksin kautta jotkut sijoituskohteet poistuvat lähes automaattisesti. Elon arviointi perustuu tuoton ja riskin väliseen suhteeseen ja jos jokin kohde näyttää liian riskipitoiselta odotettuun tuottoon verrattuna, ei siihen silloin sijoiteta.

Kirkon eläkerahastolla edustajan mukaan käytännössä poissuljettavat valtiot tulevat YK:n sanktiolistoilta. Edellä mainittuihin valtioihin kuuluvat mm. Pohjois-Korea sekä Iran. Tähän liittyen Kirkon eläkerahastossa käynnistettiin edustajan mukaan edellisenä kesänä skriinaussopimus, jossa on tällä kerralla myös valtioita mukana.

Vastuullisuusasiat sisältävät eri teemoja. Seuraavassa on pyydetty eläkelaitoksia kertomaan suhtautumisestaan ja ajatuksistaan kolmeen eri vastuullisuuteen liittyvään osa-alueeseen: veroparatiiseihin, korruptioon sekä ihmisoikeuksiin. Kaikilla teemat herättävät jonkinlaisia ajatuksia. Joillakin osa-alueet on integroitu osaksi suurempaa kokonaisuutta ja joillakin määrätty osa-alueet otetaan huomioon eri tavoin.

Veritaksen Bergringin mukaan media on veroparatiisikeskustelussa ymmärtänyt asian väärin. Hän pitää eläkesijoittajien sijaan yksityishenkilöiden varojen piilottelua todellisena ongelmana. Eläkeyhtiöt raportoivat sijoituksensa läpinäkyvästi verottajalle, valvojalle ja julkisuuteenkin. Hänen mukaansa mikäli kohdeyritykset jäisivät kiinni veroparatiisien käytöstä, olisi asiasta keskusteltava. Listatut yritykset usein käyttävät eri maantieteellisiä sijaintipaikkoja verotehokkuuden lisäämiseen toki laillisesti ja asia on tiedostettu. Bergring muistuttaa, että vaikka ehkä toisin ajatellaan ja uutisoidaan, niin eläkeyhtiö on muiden sijoittajien tapaan julkisen tiedon varassa ja mikäli jokin taho haluaa tehdä rikoksia, he eivät sitä varmasti kerro julkisesti:

”...On hyvä muistaa ESG-asioissa se, että me olemme julkisen tiedon varassa ja niiden haastattelujen varassa, mitä me voimme yritysjohdon kanssa tehdä, missä hekin joutuvat sen saman tiedon kertomaan kaikille, koska jos meillä olisi sisäpiirin tietoa ja me käyttäisimme sitä, me joutuisimme siitä toki vastuuseen.”

Veroparatiisiriskit ovat aina analysoitava ja esimerkiksi private equity -rahastot ovat loogisista syistä veroneutraaleissa ympäristöissä. Bergringin mukaan myös kaksinkertaista veronmaksua on vältettävä, mikäli mieltii suomalaisten eläkeläisten etuja. Loppukaneettina Bergring mainitsee sen, että eläkeyhtiöt eivät piilottele mitään, sillä kaikki on luettavissa vuosikertomuksista ja valvoja saa tarvittaessa kaiken pyytämänsä tiedon.

Varman Kaskela oli myös samoilla linjoilla sen suhteen, että useimmiten veroparatiisia ei määritellä aiheesta keskustellessa, sillä teema on moniselitteinen. Esimerkkinä Kaskela käyttää määritelmää EU:n mustan listan veroparatiiseista, jota kautta teemaa voisi lähestyä ja joihin Varma ei sijoita. Ilman suurempia toimenpiteitä voidaan toimia alueiden kanssa, joilla on automaattinen verotietojenvaihtosopimus EU:n kanssa ja jotka eivät siis myöskään ole mainitulla EU:n veroparatiisien mustalla listalla. Varma edellyttää, että managerit maksavat verot sinne, missä toiminta tapahtuu. Lisäksi toiminnan tulee olla läpinäkyvää. Veroparatiisin määrittely on kuitenkin monitulkintaista ja Kaskela mainitsee, että Caymansaarilla on äsken mainittu verotietojenvaihtosopimus ja valtiolla on toimiva infrastruktuurikin. Toisaalta esimerkiksi Tanskassa pidetään usein Hollantia veroparatiisina. Varman toimintaperiaatteena on, että verot tulee maksaa, mutta ei kahteen kertaan ja tavallaanhan edunsaajat maksavat niitä uudelleen.

Ilmarinen tekee verovaikutusten arviointia erityisesti listaamattomien rahastosijoitusten osalta ja lisäksi yhtiössä ovat työn alla veroperiaatteet toimintaa ohjaamaan. Ilmarinen sijoittaa paljon myös valmiisiin rakenteisiin. Lainsäädännössä eläkeyhtiöillä on erityisasema, jonka perusteella eläkeyhtiöt eivät maksa paljonkaan veroja varojen mennessä eläkkeiden maksuun.

Eläkeyhtiön vastuu liittyy sijoitusvarojen tuottoihin ja siihen liittyen pieniin kuluihin: on siis tärkeää ja vastuullista, ettei sijoituksia veroteta moneen kertaan. Verotuksen on luonnollisesti tapahduttava lain ja kansainvälisten sopimusten mukaan, mutta moninkertaista verotusta on vältettävä. Elo vaatii sijoituskohteiltaan paikallisen lainsäädännön sekä kansainvälisten verosopimusten noudattamista ja lisäksi yhtiö korostaa omistajaohjauksessaan läpinäkyvyyttä sekä avoimuutta ja kannustaa lisäksi yrityksiä raportoimaan veropolitiikastaan sekä verojalanjäljestään. Verotuksessa on suuria eroja ja Elon ollessa kansainvälinen sijoittaja ja toimiessa kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla, on yhtiön hankala välttää alhaisen verotuksen maita. Usein rahastot ovat merkitty alueille, jotka tarjoavat tasapuoliset olosuhteet sijoittajille ympäri maailman. Rahastosijoitukset auttavat saavuttamaan tasapainoisen ja hajautetun salkun. Verosuunnittelusta ja verolakien erilaisuudesta on hyvä keskustella, mutta yksittäisen sijoittajan on vaikea yksin vaikuttaa asiaan. Elolla on muiden eläkeyhtiöiden tapaan yhteiskunnallinen tehtävä ja ylimääräiset kulut ovat pois tuotosta.

Kirkon eläkerahaston edustaja kertoi, että veroparatiisiasiaa voi lähestyä tavallaan kahta eri reittiä pitkin. Yksi näkökulma on se, että miten sijoituskohteena oleva yritys tekee verosuunnittelua. Toinen näkökulma on puolestaan se, että mihin rahastoyhtiö on rekisteröity ja miten

se hoitaa hallinnolliset asiat sekä veropolitiikkansa. Edellä mainittuja teemoja on eläkesijoittavan lähestyttävä eri tavoin, mutta ne ovat molemmat relevantteja. Edustajan mukaan yritysten verojalanjäljen tulisi olla mukana omaisuudenhoitajan tekemässä ESG-analyysissä. Käytännössä edellä mainittu tarkoittaa, että on tutkittava, paljonko yritys maksaa veroja myyntiin ja liikevaihtoon nähden ja miten luvut näyttäytyvät muihin verrokkeihin nähden. Kirkon eläkerahasto sijoittaa lähtökohtaisesti rahastoihin, joiden rekisteröintivaltio on sitoutunut liittymään OECD:n automaattista verotietojen vaihtoa koskevaan sopimukseen (AEOI) viimeistään vuoden 2018 aikana.

Veritaksen Bergring kertoi korruption osalta, että luonnollisesti he seuraavat korruptiolistoja ja ovat kyseisten valtioiden kanssa sitten varovaisia tai jättävät kokonaan sijoittamatta. Myös yritysten kanssa tulee olla tarkkana, sillä kyse on usein systeemiongelmasta. Toisinaan on tarve tehdä myös fundamentaalista käsityötä ja Bergring mainitsi esimerkkinä intialaisen rahaston ja siihen sijoittamiseen liittyneet useat eri toimenpiteet. Aina ei riitä pelkkä rahaston haastattelu. Myös Venäjä on haastava sijoituskohteeksi valtiomielessä korruption osalta. Korruptio on merkittävä liiketoimintariski, mikä ei ole hyväksyttävää. Ihmisoikeuksien käsittely on Veritaksella osana valtioanalyysiä ja se liittyy usein kehittyviin markkinoihin. Esimerkiksi Kiinan kohdalla Bergring mainitsi, että he eivät sijoita Kiinan valtioon, mutta kehittyvien markkinoiden rahastojen kautta Kiina-sijoitukset tulevat salkkuun.

Varman Kaskela totesi korruption ja ihmisoikeuksien rikkomisen olevan luonnollisesti täysin kiellettyjä, joten siksi niitä ei sen kummemmin käsitelty. Hänen mukaansa niiden ottaminen huomioon on sisällytetty kansainvälisten normien noudattamisen tutkimisessa. Ne ovat yksittäisiä osia laajemmassa kokonaisuudessa. Kaskela tähdensi vastuullisen sijoittamisen olevan paljon muutakin, kuin pelkästään minimilakivaatimusten noudattamista.

Sekä korruptio että ihmisoikeudet sisältyvät Global Compactin periaatteisiin. Yritysten on noudatettava periaatteita ja mikäli sijoituskohteena oleva yhtiö syyllistyy vakavaan tai systemaattiseen normien rikkomiseen, niin silloin Ilmarinen voi vaikuttaa yhtiöön yksin, muiden sijoittajien tai palveluntarjoajan kanssa. Korruption ehkäisemiseen liittyvät järjestelmät tulee olla kunnossa ja lisäksi Ilmarinen arvioi korruptionriskiä vastuuanalyysissään. Ihmisoikeuksien osalta Landau totesi, että ihmisiä ja työelämän oikeuksia tulee kunnioittaa ja heillä on kansainvälisen vaikuttamisyritysteistyön osalta myös julkinen raportti. Riskit tulee arvioida ennakoivasti ja tapauksen vakavuudesta riippuen Ilmarisen on mietittävä, että voivatko he hyväksyä asian vai

puuttua siihen. Mikäli vaikuttaminen ei johda riittävään parannukseen, on viimeisenä keinona sijoituksesta luopuminen.

Myös Elossa korruption torjunta ja ihmisoikeudet kuuluvat Global Compactiin, jonka noudattamista yhtiö odottaa sijoituskohteiltaan. Korruption torjunta on yksi osa Global Compactin kymmenestä kohdasta ja sen merkitys korostuu etenkin valtionlainasijoituksissa, joissa luokitelumalli perustuu CPI-indeksiin (*corruption perceptions index*). Valtiot sijoitetaan edellä mainitussa neljään eri kategoriaan, joista kolme korkeinta muodostavat sijoitusuniversumin ja huonoimpaan neljänneeseen sijoittamista vältetään. Ihmisoikeudet ovat ESG-analyysissä osana sosiaalista vastuuta: tutkittavana on, kuinka sijoituskohteet huomioivat ihmisoikeudet, minkälaisia riskejä ja mahdollisuuksia on ja kuinka yritys hallitsee niitä. Elo käyttää arvioinneissa apuna kansainvälistä ESG-palveluntarjoajaa, joka arvioi sosiaalisen vastuun ympäristöasioiden sekä hallintoaspektin ohella. Korruption torjunta ja ihmisoikeuksien noudattamisen seuraaminen ovat siis osa normaalia ESG-analyysiä.

Kirkon eläkerahastolla korruptio ja ihmisoikeudet käyvät ilmi skriinauksen kautta, samoin kuin työoikeus- ja ympäristöasiat. Yhtiöihin vaikuttaminen on tärkeä osa prosessia. Ennakoivassa vaikuttamisessa pyritään nimensä mukaisesti ennakoivasti vaikuttamaan ja vähentämään riskiä johonkin toimintaan liittyen. Kyse voi olla esimerkiksi sijoittaja-aloitteista tai erilaisista teema-vaikuttamisprojekteista. Toinen tapa on reagoiva vaikuttaminen, kun jotain on jo tapahtunut. Kyseessä on kaksi erilaista toimintamuotoa ja Kirkon eläkerahastossa tehdään molempia. Tarkoituksena oli tiedustella uskonnon vaikutusta heidän sijoitustoimintaansa. Edustajan mukaan jo edelläkin mainitut sijoittajan omat arvot ovat ne vaikuttavat tekijät. Hänen mukaansa Kirkon eläkerahaston arvomaailma on linjassa vastuullisen sijoittamisen alan yleisten periaatteiden ja normien kanssa ja lisäksi heillä on perinteisesti enemmän poissulkevia toimialakriteerejä kuin muilla sijoittajilla. Hän vielä huomautti, että poissulkeminen on ainoastaan yksi lähestymistapa monen joukossa. Tärkeämpiä lähestymistapoja tänä päivänä ovat vaikuttaminen, vastuullisten sijoituskohteiden suosiminen, sekä vaikuttavuussijoittaminen.

Ympäristöystävällisyys on kasvava ilmiö tällä hetkellä maailmassa moneen eri asiaan liittyen. Kaikissa haastatteluissa kävi ilmi, että ympäristöasiat ja muut ns. vihreät arvot vaikuttavat sijoitustoimintaan. Osa liittyy standardien noudattamiseen ja osa muuten poissulkevasti. Ekologisuuden suosion voi perustella myös tuoton avulla: siihen on fiksua investoida ja puolestaan jättää ekologisesti kestäättömät vaihtoehdot pois salkusta. Tällöin sijoitustoiminta on ilmastoystävällisempää jo senkin kautta, että muulla tavoin ei välttämättä edes kannata sijoittaa.

Bergring kertoi kirjoittavansa Veritaksen ilmastopolitiikkaa ja sijoitusten ilmastostrategiaa. Määrätyt asiat, kuten ilmastotiede (*climate science*) ja Pariisin sopimus, otetaan heillä faktoina ja sitten tarkoituksena on toteuttaa niiden pohjalta omaa ilmastopolitiikkaa. Data oli Bergringin mukaan ennen kovin sekavaa, mutta nyt sen systematisointi on alkanut ja se lisääntyy myös tulevaisuudessa, jotta asiat olisivat vertailukelpoisempia. Tästä esimerkkinä hän mainitsi TCFD-periaatteet (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*), josta on tulossa benchmark raportoinnin ja politiikan osalta. Maailma muuttuu ja Veritas pyrkii muuttumaan sen mukana. Investointisuunnitelmien osalta Bergring totesi, että heillä tulisi olla valtava osaa-minen ilmastomuutoksesta, tieteestä sekä strukturaalimuutoksista, joka on haastavaa. Yhtiön tavoitteena on saada sijoitussalkku yhteiseen linjaan Pariisin sopimuksen kanssa jo senkin takia, että EU tulee reguloimaan sitä tulevaisuudessa, jolloin sen on oltava osa heidän mandaattiaan pitkän aikavälin sijoittajana. Toivomuksena onkin, että nämä asiat olisivat kymmenen vuoden kuluttua normaali osa yrityksen strategiaa ja muutenkin teemat voivat jo nyt vaikuttaa tuloksentekokykyyn. Työn tulee olla käytännönläheistä ja päivittäistä käsityötä juhlapuheiden sijaan, mutta se sopii Veritakselle, koska heillä tehdään sitä joka tapauksessa. Yksi suuri haaste on se, kuinka kertoa työstä ulospäin muille ja tällöin on käytettävä muiden kanssa samoja työkaluja.

Varman Kaskela tähdensi sitä, että ilmastomuutos on tapahtumassa ja joidenkin määrättyjen toimialojen arvostukset tulevat muuttumaan. Asia on monisyinen: joku hyötyy ja samaan aikaan jokin toinen menettää arvoa. Varmalla vihreys merkitsee sitä, että he eivät sijoita kivihiili- tai ruskohiilivoimaloihin ja muutenkin ajatuksena on olla sijoittamatta tämänlaisten toimialojen yrityksiin, joilla ei ole vaihtoehtoa tulevaisuutta varten. Tällöin hyödykkeen arvoa voi pitää negatiivisena ja näin on ennenkin tehty, mutta nyt se on formalisoitu yhtiössä. Toinen keino edistää ympäristöajattelua on laskea hiilijalanjälki kerran vuodessa ja muutenkin tehdä siihen liittyen syvällisempää analyysiä. On myös ajateltava fossiilisten sektorien painotusta salkussa, mutta sekään ei ole niin yksiselitteistä, kun mukana ovat myös ympäristöä kuormittavina toimialoina esimerkiksi lihantuotanto ja betoniteollisuus. Merkittävimpänä havaintona Kaskelalla oli se, että ympäristöasiat eivät ole läheskään aina yksiselitteisiä.

Ilmarisella on kivihiilisijoituksien rajoituksen lisäksi muitakin keinoja toimia ympäristöystävällisemmin, kuten omat ilmastoperiaatteet. Periaatteet sisältävät omaisuuslajikohtaiset kuvaukset Ilmarisen tekemisistä, mittarit, raportoinnit sekä tavoitteet. Tavoitteisiin kuuluu esimerkiksi kestävä kehityksen osa-alue. Heillä lasketaan, kuinka paljon salkusta on uusiutuvassa energiassa ja kuinka paljon kivihiilessä. Myös Ilmarisessa hiilijalanjälkeä käytetään yhtenä in-

dikaattorina toiminnassa. Sijoitusorganisaatiossa arvioidaan, investoivatko yritykset vähähiiliseen teknologiaan vai johonkin saastuttavaan ja tavoitteena on muutenkin laajemmin ehkäistä ympäristövahinkoja. Ympäristöystävällisyyteen ja ekologisuuteen tähtäävä toiminta vaikuttaisi olevan siis Ilmarisessa melko kokonaisvaltaista.

Elossa arvioidaan sijoituskohteiden vastuullisuuden osalta sekä riskejä että mahdollisuuksia, kuin myös historiaa ja tulevaisuutta. Vuoden 2017 alussa on julkaistu Elon ilmastostrategia, joka sisältää erilaisia tavoitteita ilmaston osalta. Strategia sisältää mm. sen, että vuoteen 2025 mennessä suorista osake- ja yrityslainojen sijoituskohteista sekä kaikista infra- ja reaalisijoituksista yli puolella olisi mitattavissa oleva positiivinen vaikutus ympäristöön tai yhteiskuntaan.

Lähestymistapa on edellä mainitun kaltaisella tavalla positiivinen, mutta tavoitteena on myös hallita riskejä, joista hiilijalanjäljen seuraaminen on yksi keino yhdessä laajemman ilmastonriskien tarkastelun kanssa. Hiilijalanjäljen laskeminen sijoitustoiminnassa sisältää Elossa kaikki noteeratut osake- ja yrityslainasijoitukset mukaan lukien rahastosijoitukset sekä suorat kiinteistösijoitukset. Myös metsien hiilinielu otetaan laskennassa mukaan. Vain sijoituskohteita pois-sulkemalla ei voida vaikuttaa yritysten toimintaan riittävästi. Elo vaikuttaa aktiivisesti yrityksiin ja se on liittynyt ensimmäisenä suomalaisena IIGCC:hen (*Institutional Investors Group on Climate Change*). Järjestö on Euroopan suurin sijoittajayhteisö, joka pyrkii vaikuttamaan ilmastonmuutoksen hillintään yhteensä noin 150 institutionaalisen sijoittajan ja 2000 miljardin euron sijoitusvarallisuuden voimin. Mitä enemmän sijoitusvarallisuutta on mukana, sitä enemmän on myös vaikutusvaltaa. Elo on myös mukana sataan saastuttavimpaan yhtiöön vaikuttavassa Climate Action 100+ -vaikuttamisprojektissa, sekä projektissa, jossa vaikutetaan yli kuu-teenkymmeneen kansainväliseen pankkiin, jotta nämä ottaisivat toiminnassaan ilmastonmuutoksen paremmin huomioon. Elossa tähdätään kestäväen kehityksen ratkaisuihin.

Kirkon eläkerahastokin julkaisi vuosi sitten oman, erilaisia tavoitteita sisältävän, ilmastonmuutosstrategiansa. Heillä on erilaisia työkaluja ilmastonmuutokseen liittyen, kuten uusiutuvaan energiaan liittyvät teemasijoitukset ja hiilijalanjäljen laskeminen. Edustajan mukaan heillä on esimerkiksi osake- ja korkorahastojen osalta suljettu laajasti pois hiilikaivosyhtiöitä ja suorissa mandaattisalkuissa koko energiatoimiala on käytännössä suljettu pois.

Seuraavana haastateltavilta tiedusteltiin, painotetaanko heillä vastuullisessa sijoittamisessa enemmän positiivista vai negatiivista valikointia. Positiivisella valikoinnilla tarkoitetaan siis sitä, että pyritään valitsemaan ympäristöä ja yhteiskuntaa hyödyttäviä kohteita ja painottaa vas-

tuullisuutta salkussa sillä tavoin. Negatiivisella valikoinnilla puolestaan tarkoitetaan epämieluisien sijoituskohteiden poistamista salkusta, kuten jo siihen keskittyvissä kappaleissa käy ilmi. Ns. eettinen sijoittaminen pohjautuu negatiiviseen valikointiin. Vastauksista kävi ilmi molempien lähestymistapojen rooli sijoitustoiminnassa, mutta positiivista valikointia pidettiin yleisesti ottaen parempana vaikutusmahdollisuuksiensa johdosta.

Veritaksen Bergringin vastauksista sai useassa eri vaiheessa kuvan, että heillä panostetaan enemmän positiiviseen vaikuttamiseen ja yhtiö käyttää siihen resursseja. Toisaalta yhtiö haluaa irtisanoutua myös sellaisista, missä ei ole järkeä. Esimerkkinä Bergring kertoi, että yhtiötä on usein lähestynyt oil services -yhtiöihin sijoittava private equity -rahasto, johon sijoittamista he eivät edes harkitsisi.

Kaskela totesi Varman panostavan enemmän positiiviseen valikointiin. Hän uskoo, että sijoittajan kehittymiskaari etenee siten, että alussa toiminta painottuu negatiiviseen valikointiin, mutta taitojen kehittyessä tapahtuu siirtyminen kohti positiivista.

Ilmarisessa tehdään sekä positiivista että negatiivista valikointia. Toimenpiteet riippuvat hie-
man omaisuuslajista: esimerkiksi osakemuotoisissa sijoituksissa korostuvat mahdollisuudet, kun taas korkosijoituksissa on erityisesti tavoitteena välttää isoimmat riskit.

Elon näkemyksen mukaan yritykset eivät ole mustavalkoisesti täysin hyviä tai huonoja: yrityksillä on yleensä joitain negatiivisia vaikutuksia ympäristöön ja/tai yhteiskuntaan, mutta tärkeintä on, että ne pienentävät negatiivisia vaikutuksia ja panostavat positiiviseen kehitykseen sekä ratkaisuihin. Määrätyissä tapauksissa on perusteltua poissulkea kohteita, mutta sitä tulee käyttää valikoidusti. Selkeät linjaukset ovat toisaalta helposti toteutettavissa, mutta yritysten tarkempi analysointi voi tuoda esiin sen, että jokin yritys onkin vaikkapa oman toimialansa paras, joka pyrkii kehittämään ratkaisuja sekä edistämään käytäntöjä.

Myös Kirkon eläkerahastossa tehdään sekä positiivista että negatiivista valikointia. Edustajalla oli oma näkemyksensä finanssialan nykytilasta ja tulevaisuudesta kyseisen teeman osalta: hän haluaisi ja toivoisi, että ala näkisi enemmän sijoitusvaihtoehtoja positiivisen valinnan kautta, sillä se sisältäisi myös poissulkemisen. Rahoitusala on hänen mielestään hyvin keskittynyt poissulkemiseen ja uutisotsikoiden perusteella tuntuu siltä, että asia myös pysyy sellaisena.

Seuraavassa tarkastellaan, kuinka tulkinnanvaraisuus vaikuttaa eläkelaitosten sijoituspäätöksentekoon. Moraaliin, arvoihin ja vastuullisuuteen liittyvät asiat ovat monitulkintaisia ja ihmisillä on eri mielipiteitä. Kaikki eivät voi olla aina yhtä mieltä siitä, mikä on oikein ja mikä ei.

Kaikkien haastateltavien osalta kävi ilmi, että toisinaan tulkinnanvaraisuutta ja jonkinlaisia erimielisyyksiä esiintyy, mutta keskustelu on usein avain ratkaisuun.

Veritaksen Bergring totesi, että sijoittaminen tosiaan on aina debatointia ja argumentointia. Kuitenkin hänen mukaansa perustavanlaatuisista asioista ja lähtökohdista, kuten ilmastonmuutoksen todellisuudesta, ei voi olla yhtiön sisällä erimielisyyksiä. Johtoryhmän tulee olla samoilla linjoilla sijoitustiimin kanssa ja sekin kieli hyvistä governanssista. Välillä asioita on tutkittava tapaus kerrallaan ja sparrattava toisia, jossa roolissa Bergring näkee itsensä oleellisena. Asioiden käsittely kehittyy koko ajan keskustelun myötä. Toisinaan epäselvyyksiä ja erimielisyyksiä saattaa aiheuttaa se, millä aikavälillä asioita katsoo. Bergringin mukaan salkunhoitajat ovat liikkeellä lyhyemmällä horisontilla, kuin vaikkapa johto, hallitus tai eläkejärjestelmä. Hän sanoo, että vaikka salkunhoitajan mielestä jokin asia olisi fiksua tehdä lyhyellä tähtämellä, niin sitä ei kuitenkaan välttämättä tehdä. Erimielisyyksiä tulee harvoin, mutta toisinaan mietinnän kohteeksi voi joutua se, että onko jonkun managerin ESG-politiikka sellaista, mitä yhtiö haluaa. Kaikki siis lähtee hallituksen hyväksymistä toimintaperiaatteista, joita organisaatio toteuttaa. Tämän ansiosta peruslähtökohdat sijoitustoiminnan tekemiseen ovat kunnossa.

Kaskelan mukaan Varmassa raamit sijoitustoiminnan toteuttamiseen ovat yleisellä tasolla selkeät, jolloin merkittäviä ristiriitoja ei synny. Sijoittamiseen liittyvä sparrailu ja ajatuksenvaihto ovat kuitenkin Kaskelan mukaan hedelmällisiä ja toisinaan erimielisyyksiä voi olla vaikkapa ajoitukseen liittyen, että milloin jokin tapahtuu. Muuten erimielisyyksiä ei välttämättä ole, mutta asiat silti vaativat toisinaan keskustelua. Kaskelan mukaan kaikista tärkeintä on se, että ei elä omassa kuplassaan ja ajatusmaailmassaan. Vaikutteita ja ajatuksia ei voi olla ammentamatta muualta, sillä ainoastaan oman pään sisällä tapahtuva asioiden käsittely on peräti vaarallista. Esimerkiksi ”brainstorming” on hyvä keino laajentaa omaa ajatusmaailmaa ja saada tuoreita näkökulmia moniin asioihin.

Ilmarisessa vastuullisen sijoittamisen arviointi käydään läpi sijoitustoiminnassa vastuullisen sijoittamisen asiantuntijan ja salkunhoidon yhteistyönä. Eri tapausten läpikäyminen on Landaun mukaan kehittävää kaikille ja muutenkin osaaminen kasvaa.

Käsiteltävät asiat vaativat usein keskustelua. Keskusteleminen on tärkeää ja lisäksi eriävät mielipiteet tulee hyväksyä. Elossa asioiden käsittely useasta eri näkökulmasta tuo useimmiten parhaan lopputuloksen, jolloin erimielisyydet voidaan nähdä positiivisina. Eri omaisuusluokkien edustajat voivat ajatella asioista eri tavalla, jolloin useita näkökulmia tulee mukaan. Rakentava

keskustelu auttaa kohti parempia sijoituspäätöksiä. Elossa vastuullisen sijoittamisen ohjausryhmässä ovat eri omaisuuslajit edustettuina ja tämä edistää yhdessä pohdiskelua, keskustelua ja yhteistyötä. Kukaan ei tee yhtiössä linjauksia yksin.

Kirkon eläkerahaston edustaja kertoi, että heillä vastuullisen sijoittamisen ohjeet ovat erittäin käytännönläheisiä. Heillä on ollut pyrkimyksenä, että työtavat ja mallit ovat selkeitä. Edustajan mukaan rajatapauksissa on mahdollista keskustella, mutta ne tuntuvat olevan kovin harvinaisia ja pääpiirteittäin asiat ovat selkeitä. Toki aina on pohdittava, että mitä kaikkea vastuullisuus itsessään sisältää. Kirkon eläkerahaston sijoitusyksikössä on neljä henkilöä, joten käytännössä he keskustelevat kaikesta mahdollisesta ja jokainen osallistuu sijoituspäätöksentekoon. Toiminta on kokonaisuudessaan tehokasta. Sijoitustiimissä kaikki ovat perillä asioista, joten päätösten tekeminen ja keskustelu on edustajan mukaan varsin helppoa.

Seuraavat haastateltaville esitetyt kysymykset liittyivät aina jokaiseen organisaatioon sekä haastateltavan työnkuvaan. Organisaatiot ovat keskenään erikokoisia ja joidenkin luonne sekä lähtökohdat toimintaan ovat erilaiset, kuin toisilla. Eroavuudet ovat sikäli siis luonnollisia ja loogisia, joskin mielenkiintoisia. Kaikki kertoivat lisäksi omasta työstään ja vastuualueistaan. Osalla vastuualue on suurempi ja kaikilla ei ole salkunhoitovastuuta yhtiössä. Kaikkien haastateltavien toimenkuva luonnollisesti liittyy vastuulliseen sijoittamiseen, mutta jokaisen käytännön työssä se näkyy erilailla.

Bergring kertoi, että koska Veritas on pieni yhtiö, ei heillä ole mitään erillistä vastuullisuushenkilöä tai -osastoa. Hänen mielestään kyseinen toimintatapa on kuitenkin hyvä asia, sillä se on oikea tapa toimia, koska vastuullisuutta ei voi ulkoistaa. Sen on oltava osana jokaista päätöstä ja lähdettävä yhtiön filosofiasta. Heillä ei pienempänä toimijana ole vaihtoehtoa. Haasteena on myös se, että Veritaksella on vähemmän resursseja käytettävänä ESG-työhön. Oikeanlainen työn johtaminen, valintojen tekeminen ja resurssien allokointi ovat tehtävä äärimmäisen tehokkaasti. Tämäkin on Bergringin mielestä positiivista, sillä tällöin ei pysty tuhlaamaan resursseja ja synnyttämään ylimääräistä. Edellä mainittu on puolestaan koko eläkejärjestelmän kannalta hyvä asia. Vastuullisuutta on toki myös se, ettei polta loppuun omia työntekijöitään. Pienempänä toimijana olo on haastavaa, mutta Bergringin mielestä Veritas on pärjännyt hyvin, tulos on toimintaa määrittävä tekijä.

Kaskela ei ajattele, että Varmalla olisi suurena institutionaalisena sijoittajana jotenkin poikkeuksellinen asema, jota valvottaisiin. Hänen mielestään tavoite on se, että he olisivat avoimia toimintansa suhteen. Vastuullisuuteen liittyvä yleinen kiinnostus ja seuraaminen ovat hänen

mielestään positiivista. Kaskela itse hoitaa Varman kestävän kehityksen salkkua ja se on käytännössä osakesalkku, jonka kautta sijoitetaan kehittyneille markkinoille. Nämä ovat yrityksiä, jotka joko hyötyvät ilmastonmuutoksen torjunnasta, eli sellaiset, jotka eivät ole altistuneet riskeille tai sellaisia, joilla on jonkinlaisia tavoitteita sopeutua ilmastonmuutokseen.

Ilmarinen on Varman tavoin suuri toimija, joten yhtiöllä on merkittävä vastuu eläkevaroista. Tähän liittyen Landau kertoi, että vastuullisuuden osalta he yrittävät selvittää heille asetetuista odotuksista mahdollisimman hyvin. Ilmarisessa kokopäiväinen vastuullisen sijoittamisen asiantuntija valmistelee vastuullisen sijoittamisen periaatteita, keskeisiä linjauksia, mittareita, analyyseja, vastuullisuuteen liittyviä työkaluja sekä äänestysohjeita pörssiyhtiöiden yhtiökokouksiin ja lisäksi vaikuttaa yrityksiin. Yhtiötasolla Ilmarisen muita vastuullisuuteen liittyviä erityispiirteitä ovat yhtiön toimitalon katolla sijaitsevat aurinkopaneelit sekä laaja ympäristöasioiden huomioiminen kiinteistösijoituksissa.

Myös Elo on edellisten tavoin suuri eläkeyhtiö ja vastaukset olivatkin edellisten kaltaisia. Elon tekeminen tuntuu kiinnostavan ulkopuolisia ja näin pitääkin olla. Yhtiön yhteiskunnallinen rooli eläkevarojen hoitajana on merkittävä, joten ihmisten ja median kiinnostus on siis luontevaa. Suurella eläkesijoittajalla on merkittävän roolin omaavana positiivisia vaikutuksia: heillä on aidosti mahdollisuus vaikuttaa asioihin.

Kirkon eläkerahastolla on tavoitteena olla suunnannäyttävä vastuullisuusasioissa. Edustajan mukaan he ovat joskus saaneet enemmän huomiota tähän liittyen ulkopuoleltakin ja se on jo strategiatasolla keskeinen teema. He ovat laittaneet kaikkiin sisäisiin ja ulkoisiin strategioihin, että haluavat olla edelläkävijä. Edustajan mukaan oletettavasti kyseinen toimintatapa tulee Kirkon eläkerahaston yhteiskunnallisesta roolista. Rooli on luonnollinen siitä syystä, että he eivät kilpaile kenenkään kanssa, toisin kuin yksityisten alojen työeläkeyhtiöt ja tästä syystä muut mielellään juttelevat, ideoivat ja vaihtavat ajatuksia Kirkon eläkerahaston kanssa. Edustajan mielestä on hyvä asia, että muut sijoittajat kyselevät ja alkavat vaatia enemmän omaisuuden hoitajiltaan, koska silloin koko ala muuttuu ja menee eteenpäin.

Seuraavassa käydään läpi, että kuinka eri laitoksissa raportoidaan ESG-asioista haastateltavien mukaan. Raportointi on olennainen osa vastuullista sijoitustoimintaa ja eri sidosryhmät kaipaavat informaatiota. Yhtiöillä ovat omat velvoitteensa raportoinnin suhteen ja osittain se perustuu myös vapaaehtoisuuteen.

Bergring avasi, että PRI (*Principles for Responsible Investment*) on Veritaksen virallinen raportointityökalu ja mainitsi sen kehittyvän kohti aiemmin mainittua TCFD-raportointia. Hän

kuitenkin täsmensi, että raportointi ei anna oikeaa kuvaa siitä, mitä Veritaksessa tehdään käytännön tasolla. Yhtiö on mukana koko finanssialaa koskevassa aloitteessa, jonka myötä ilmastomuutoksen estämiseen liittyvää raportointia julkisuuteen tehdään yhtenevästi. Myös tämä viitekehys on Bergringin mukaan pitkälti yhtenevässä linjassa TCFD-ohjeistuksen kanssa. Hän kertoi, että Veritaksen ei tarvitse suhteellisen pienen kokonsa takia tehdä kaikkea lakisääteistä raportointia. Tämä on hyvä, sillä täten yhtiö pystyy kertomaan paremmin siitä, mitä siellä aidosti tekee ja mitä tuloksia löytää, eikä tarvitse raportoida ainoastaan raportoinnin takia. Veritas raportoi toiminnastaan myös blogimuotoisesti, jos heillä havaitaan jokin vallitseva teema tai tapa kansainvälisiltä eläkesijoittajilta.

Kaskela kertoi, että Varma raportoi hiilijalanjäljestään sekä täyttää toki kaikki lakisääteiset raportointivelvoitteensa. Kaskela avasi, että on tulossa non-financial information -niminen direktiivi, joka liittyy Varman käyttämään yritysvastuuraportoinnin työkaluun, GRI-raportointiin (*Global Reporting Initiative*). Raportointi sisältää vastuullisen sijoittamisen yhtenä osa-alueena ja se on laajalti käytössä oleva toimintamalli. Kaskela lisäsi, että yleisesti ottaen asiat käyvät ilmi vuosikertomuksessa.

Ilmarisellakin on erilaisia periaatteita sekä muita raportointityökaluja. Yritysvastuuraportissa on laajasti kerrottu sijoittamiseen liittyvistä vastuullisuusasioista ja tämän lisäksi muita ovat julkiset periaatteet, eli omistajaohjauksen periaatteet, vastuullisen sijoittamisen periaatteet sekä ilmastoperiaatteet. Edellä mainitut asiat löytyvät Ilmarisen kotisivuilta. Yhtiössä pyritään tekemään vastuullisuusraportointi niin hyvin, kuin vain on mahdollista ja käytössä olevat resurssit antavat. Lisäksi heillä seurataan, että tuleeko mahdollisesti joitain uusia vaatimuksia. Tällä hetkellä raportointi on luonnollisesti siinä tilassa, missä he ovat havainneet sen hyväksi.

Elon vastuullisen sijoittamisen ulkoinen raportointi pitää sisällään Elon vastuullisen sijoittamisen verkkosivut, yritysvastuuraportin, PRI-raportoinnin sekä Montréal Pledge -hiilijalanjälki-raportoinnin. Yhtiö on siis sitoutunut aloitteeseen, jossa hiilijalanjälki raportoidaan vuosittain. Näiden lisäksi Elo julkaisee erilaisia tiedotteita ja blogikirjoituksia. Elon käytäntö on varsin samansuuntaista, kuin muillakin verrokeilla: esimerkiksi melkein kaikki suomalaiset institutionaaliset sijoittajat ovat allekirjoittaneet PRI:n. Lisäksi uusi kirjanpitolaki velvoittaa yhtiöitä raportoimaan yritysvastuuasioistaan osana vuosiraportointia. Myös Elo on mukana finanssialan työryhmässä, joka tavoittelee kohti yhdenmukaisempaa ilmastomuutosta koskevaa raportointia sekä viime kesänä tulleita TCFD:n suosituksia. Yritysvastuuraportointi on vielä sen verran uusi asia, että sille ei ole muodostunut paljonkaan standardeja. Raportointia tulisi kehittää juuri

siihen suuntaan, mihin asiat ovatkin menossa, eli kohti yhdenmukaisempaa raportointia. Lisäksi raportointi voisi olla laajempaa siten, että yhä useampi yhtiö raportoi näistä. Yritysten olisi hyvä keskittyä raportoimaan heille oleellisista ESG-asioista, jotka ovat yrityksen strategian kannalta merkityksellisiä. Toki myös liikkumavaraa on oltava ja yritykset eroavat toisistaan, joten ehkä liikaa standardeja ei pitäisikään olla ja raportointi vastaisi tällöin paremmin yrityksen omaa strategiaa.

Kirkon eläkerahasto julkaisee vuosittain vastuullisen sijoittamisen toimintakertomuksen, mikä on olennainen osa raportointia. Tässä pyritään keräämään tietoa siitä kaikesta, mitä eläkerahastossa on tehty aina vuoden aikana. Raportoinnin vastavuoroisuus näkyy Kirkon eläkerahastossa siten, että omaisuudenhoitajat toimittavat heille kuukausittain erilaisia raportteja ja he puolestaan ovat muutaman vuoden ajan lähettäneet vuosittaisen ESG-kyselyn kaikille osake- sekä korkopuolen varainhoitajille. Kyselyssä selvitetään sitä, miten varainhoitajat suoriutuvat velvoitteistaan ja kuinka kehitys etenee. Edustaja käytti termiä ”sisäinen benchmarking”. Se toimii yhteisenä keskustelutyökaluna varainhoitajien kanssa ja tämän ohella sisäisenä raportointikeinona. Myös PRI-raportointi on Kirkon eläkerahastolle merkittävä työkalu ja allekirjoittaneena he ovat sitoutuneet vuosittaiseen raportointiin. Edustaja hieman kritisoi raportointia siitä, että aina ei tunnu ymmärtävän, mitä sijoittajien halutaan vastata ja raportoida. Raportointikehyksen kysymykset esimerkiksi muuttuvat vuosittain. Lisäksi Pohjoismaissa on hieman eri käytäntöjä kuin muualla, jolloin vastaukset voivat näkyä ristiriitaisina, vaikka kyse olisi vain erilaisista toimintatavoista. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ns. proxy voting on suosittua, mutta Pohjoismaissa sitä ei tehdä yhtä laajasti.

Seuraavassa haastateltavilta kysyttiin, että onko heillä organisaation sisällä keskustelua yhteiskuntavastuuseen liittyen. Lähinnä tarkoituksena oli saada selville sitä, millä keinoin sijoitusyksikkö viestii asioista muiden toimintojen kanssa. Lisäksi tarkoituksena oli selvittää, että kuinka asiat implementoidaan käytännön toimintaan. Kaikissa vastanneista organisaatioista käydään keskustelua, joskin luonne on hieman erilainen eri toimijoilla.

Veritaksen Bergring kertoi omasta roolistaan, että hänen tehtävänsä on herätellä ihmisiä organisaation sisällä esimerkiksi kysymyksenasetteluun. Hän esimerkiksi kirjoittaa blogia sisäisesti organisaatiossa. Bergring painotti, että yhtiössä tehdään käytännön toimia oman toiminnan vastuullisuuden parantamiseksi. Vaikka ympäristömielessä finanssisektori ei olekaan kaikista pahin, niin Bergring kertoi, että yhtiöllä on rakenteilla uusi kiinteistö pääkonttorinsa olinpaikaksi ja siinä tullaan huomioimaan ympäristöasiat. Muuten heillä varsinainen vastuullisuuteen sekä

ympäristöteemaan, kuten Pariisin sopimukseen liittyvä toiminta on suhteellisen pientä. Esimerkkeinä Bergring mainitsi paperittomuuden sekä Skype-kokousten järjestämisen lentomat-kustamisen sijaan toisinaan.

Kaskela kertoi lyhyesti, että Varmassa kyllä keskustellaan vastuullisuusasioista organisaation sisällä ja vastuullisuus on osa strategiaa. Johtoryhmässä on mukana vastuullisuudesta vastaava johtaja ja lisäksi Varmassa on yritys vastuupäällikkö, joka koordinoi yhtiön code of conduct -periaatteita.

Myös Ilmarisessa tehdään yhteistoimintaa vastuullisuuteen liittyen. Ilmarisessa toimii yritys vastuupäällikkö. Kyseiseen työhön kuuluu vastuullisuudesta viestiminen ja vastuullisuuden edistäminen koko organisaatiossa.

Myös Elossa keskustellaan organisaation sisällä vastuullisuusteemoista ja esimerkiksi sijoitus-tiimi tekee tiivistä yhteistyötä viestinnän kanssa. Vastuullisuusasioiden käsittely on Elossa poikkitoiminnallista sekä käytännönläheistä.

Kirkon eläkerahaston edustajalla noin puolet ajasta vie vastuullisen sijoittamisen tekeminen ja puolet osakesalkun hoitaminen. Hän kertoi olevansa vastuullisuusasioiden koordinoija, mutta myös kaikilla kollegoilla on vastuu kehittää ja huomioida vastuullisuusasioita omassa työssään. Kuten aiemmin on käynyt ilmi, niin heidän sijoitusosastonsa on pieni ja kaikki osallistuvat yhdessä päätöksentekoon. Heillä myös yhteiskuntavastuun osalta tehdään yhteistoimintaa muiden organisaation toimijoiden kanssa.

Haastateltavilta kysyttiin myös, että onko heidän mielestään sijoitustoiminnan vastuullisuudessa tai siihen liittyvissä tekijöissä jotakin negatiivista. Tarkoituksena on, että laitosten edustajat voivat hieman kritisoida vallitsevaa systeemiä esimerkiksi raportoinnin tai resurssien käytämisen osalta. Pääpaino on siis haastateltavien omissa mielipiteissä ja tuntemuksissa, vaikka toki organisaation viitekehys varmasti vaikuttaakin taustalla. Vastauksien perusteella kaikki tuntuivat olevan varsin tyytyväisiä nykyisiin käytäntöihin, mutta jokaisella oli jokin asia, johon halusi tuoda oman näkemyksensä esille.

Veritaksen Bergring ei varsinaisesti kritisoinut käytäntöjä, mutta painotti sitä, että asiat eivät ole aina vertailukelpoisia ja ison yleisön tulisi ymmärtää se paremmin. Kaksi yhtiötä voi lähteä täysin eri lähtökohdista ja eri sijoitusstrategioiden avulla, jolloin esimerkiksi niiden ESG-työn vertaaminen toisiinsa ei välttämättä ole mielekästä. Esimerkkinä Bergring mainitsi AP-rahaston, joka on aktiivinen vastuullisuuden osalta, mutta on samaan aikaan passiivinen sijoittaja,

joka on pitkälti indeksisijoittaja. Tällöin rahasto lähtökohtaisesti hyväksyy kaikki yhtiöt, myös ”pahikset” salkussaan, jonka jälkeen se alkaa rajaamaan pois tekijöitä. Kyseinen toimintatapa on täysin eri kuin Veritaksen, jolloin niitä ei oikein voi verrata keskenään. Bergring totesi, että sijoittajat haluaisivat useimmiten käyttää valmiita malleja, mutta työ on usein kvalitatiivista. Hän avasi tätä kertomalla, että olisi helppoa käyttää jotakin tahoja, joka toisi valmiit parametrit vaikkapa malliin, joka kertoisi hiilen hinnan tulevaisuuden osalta, jonka jälkeen voisi laskea VaR-arvon. Todellisuudessa työ on käsityötä ja mikäli sen implementoi osaksi normaalia strategiaa, lopputuloksen pitäisi olla hyvä. Asioiden järkevä ja kustannustehokas kommunikointi on haasteellista, mutta tärkeää, sillä aika on aina pois jostain muusta.

Kaskela painotti myös, että asioita kaunistelemalla ei varmasti saa aikaiseksi parasta mahdollista lopputulosta: julkisuustavoitteet voivat täyttyä, mutta operatiiviset eivät. Vastuullisuuden tulisi olla osana sitä tarinaa, minkä avulla eläkelaitos tekee tuottoja. Kaskela kertoi, että uudet asiat ja projektit vaativat toisinaan paljon resursseja. Toisaalta, jos vastuullisuusasiat ovat osana strategiaa, niihin tuleekin panostaa. Hänen mielestään joillain yrityksillä voi hyvinkin olla uskallista raportoida, sillä aina ei ole tietoa, että mitä dataa yleisesti halutaan. Tämä johtaa siihen, että kaikki raportoivat itselleen tärkeistä asioista, mikä toisaalta sekään ei välttämättä ole huono asia. Pitäisi olla paremmat standardit ja Kaskelan toivomuksena onkin, että asioissa mennään eteenpäin tulevaisuudessa. IFRS:n kaltainen raportointikehikko helpottaisi toimintaa.

Sijoituspäätöksissä otetaan huomioon vastuullisuusanalyysiä sekä suorissa että rahastomuotoisissa sijoituksissa. Esimerkiksi rahastot voivat antaa monenlaisia kuvia omasta toiminnastaan, mutta toisaalta työn laadun analysoiminen ja vertailu on hankalaa, samoin kuin vastuullisuuden integroimisen arviointi. Käsitteet ovat usein suhteellisia. Raportoinnin seikkaperäisyys vaihtelee kovin paljon ja lopputulokseen vaikuttavat niin viestintätöyöhön panostus, kuin sekin, että kuinka osaavia ihmisiä organisaatiossa on töissä.

Elossakin toiminta vaatii aina resursseja, mutta niin uuden kehittäminen aina vaatii. Vastuullisessa sijoittamisessa asioiden kaunistelu ei ole järkevää eivätkä asiat monesti ole mustavalkoisia. Tärkeintä on oikea suunta. Yritysvastuuasiat vaativat laajaa tietämystä ja asiat monesti popularisoidaan yksiselitteisiksi. Asioita olisi hyvä katsoa useammasta näkökulmasta.

Kirkon eläkerahaston edustajan mielestä toiminta vaatii toki resursseja, mutta toiminta on niin vahvassa kytkennässä normaaliin toimintaan, että se on osa sitä. Raportoinnin määrä kasvaa koko ajan ja resursseja täytyy panostaa koko ajan enemmän. Esimerkiksi nykyään pitää raportoida hiilijalanjäljestä sekä kerätä tietoa varainhoitajilta ja ohjeistaa heitä. Olisi ideaalitilanne,

että vastuullisuus olisi vielä merkittävämpi osa toimintaa ja esimerkiksi varainhoitajat tekisivät enemmän itse ja yhdenmukaisella tavalla. Hänen mielestään sitoutuminen on tärkeää. Etenkin johdon sitoutuminen olisi tärkeää niiden organisaatioiden osalta, jotka eivät vielä ole täysillä mukana kyseisessä toiminnassa. Sillä tavalla toimintaan saisi lisää resursseja käyttöön.

5.3 Yhteiskuntavastuun toteutuminen eri omaisuuslajeissa

Yksi tutkimuskysymys kuuluu: ”Miten ESG-asiat ja muu vastuullisuus huomioidaan eri omaisuuslajeissa?” Vastuullisuusasiat nähdään erilailla aina omaisuuslajeista riippuen. Esimerkiksi osakesijoittamisen luonne ja riskit ovat erilaiset, kuin vaikkapa rahastosijoittamisen, jolloin vastuullisuuteen liittyviä teemoja on katsottava eri näkökulmista. Seuraavassa käsitellään sitä, millä tavoin haastateltavat näkevät eri omaisuuslajit ja sijoitusinstrumentit vastuullisuusasioiden osalta. Yleinen sijoitusteoria ja omaisuuslajien luonteet luovat automaattisesti puitteet toiminnalle ja vastauksille, mutta kaikilla näkemykset ja kokemukset olivat eriävät.

Veritaksen Bergring totesi, että kaikissa omaisuuslajeissa ovat ominaispiirteensä ja jopa osakkeiden sisällä yhtiöissä ovat omansa. Hän sanoi, että pääpiirteitä on syytä lähestyä omaisuuslajin likviditeetin kautta, jolloin ESG-työn vaatima intensiteetti käy ilmi. Veritas odottaa hyvää governanssia jokaisen sijoituksen osalta. Kaikkien kvantitatiivisten strategioiden, kuten hedge-rahastojen osalta yhtiö ei puolestaan odota välttämättä ympäristö- ja sosiaaliaspektia. Hyvän hallinnon varmistaminen sisältää jo paljon elementtejä eri alueilta, kuten veroasiat sekä työntekijöiden kohtelu. Toisaalta se pitää sisällään myös arvopohjan ja moraalin työn tekemiseen. Moraali heijastuu riskiä lisäävänä tai vähentävänä tekijänä hyvään hallinnon järjestämiseen sekä toimintatapaan.

Bergring painotti sitä, että heillä jokainen sijoituskohde tutkitaan aina yksilönä. Yhtymäkohtia eri omaisuuslajien välillä toki löytyy, kuten esimerkiksi globaalit systeemiriskit, mutta yksilöllisyys on silti pidettävä mukana. Bergring mainitsi vielä käytännön esimerkkinä kiinteistösijoitukset, joissa pitää ajatella fundamentaalisesti ja konkreettisesti, erilailla kuin joissakin muissa sijoitusinstrumenteissa. Sijoittajan on pohdittava, että millä tavalla juuri jokin määrätty kiinteistö hoidetaan ja kehitetään, jotta se pysyisi mukana kestävässä kehityksessä.

Veritaksessa tehdään sisäisesti sijoitukset G7-valtionlainoihin, suomalaisiin osakkeisiin sekä suomalaisiin kiinteistöihin. Muuten työ on ulkoistettu varainhoitajille, joten iso osa työstä on

managerinvalintaa. ESG-työ on täten kovin erilaista esimerkiksi kehittyneimpien valtioiden lainojen hoitamisen suhteen, kuin managerinvalinnan tekemisen osalta. Toisaalta suomalaisia yhtiöitä hallinnoiva varainhoitaja tekee ESG-työtä esimerkiksi tapaamalla yritysjohtoa kvartaaleittain analysoinnin ja tulevaisuuden kassavirtojen pohtimisen lisäksi. Vaikuttamistyöhön kuuluu myös yhtiökokouksissa käynti ja lisäksi yhtiökokouksen asialistan esitystä vastaan äänestämisen, mikäli siihen on tarvetta. Harvoin Suomessa todellisuudessa äänestetään yhtiökokouksissa.

Muita esimerkkejä erilailla tehtävästä vastuullisuustyöstä on esimerkiksi jokaisen asiakaslainan yksilöllinen arviointi. Private equity -sijoituksissa aikaväli on puolestaan pitkä ja varainhoitajan on tällöin tehtävä samanlaista, fundamentaalista vaikuttamistyötä, jossa jokainen kassavirtaan vaikuttava tekijä tulee ottaa huomioon. Veritaksen käyttämät private equity -rahastot ovat pieniä ja konsentroituneita, jolloin ne, osakevarainhoitajat sekä aktivistirahastot tekevät fundamentaalista työtä ja valitsevat kohteita tiukan seulan läpi. Ne kaikki miettivät pitkäjänteisesti, eivätkä treidaa, vaan omistavat ja vaikuttavat. Toisaalta taas joihinkin valtioihin sijoitettaessa on huomioitava erikseen, että onko kyse valtionlainasta vai valuutasta. Esimerkiksi valuuttaan on mahdollista sijoittaa vaikkapa AAA-luokitellun liikkeeseenlaskijan kautta, jolloin se ei ole sama asia, kuin suora sijoitus valtioon. Liikkeeseenlaskun hoitaa määrätyssä valuutassa jokin muu taho, kuin valtio.

Kaskela avasi eri omaisuuslajeja kohtaan suoritettavaa ESG-työtä toteamalla, että suorassa sijoituksessa on helppoa arvioida ympäristöaspekti, sosiaalinen osa-alue sekä hallintoasiat. Ilmastopolitiikan kautta on Varmassa korostunut yksittäisenä osa-alueena ympäristö. Toki se ei tarkoita, että sosiaalinen puoli sekä governanssi voisivat olla jotenkin huonoja. Kaskela tiivisti ajatuksen seuraavasti: kansainvälisiä normeja on siis noudatettava, mielellään paremmin, kuin huonommin. Rahastojen kohdalla arviointi liittyy itse rahaston prosessiin, eli vastuullisuuden analysointiin osana rahaston analysointia. Kaskela käytti tästä termiä DD-prosessi.

Kaskela sanoi, että ESG-työ on integroitu osaksi salkunhoitajien toimintaa ja esimerkiksi listatun osakesalkun hoitajan on huomioitavia asioita sekä yleisistä markkinoista että ESG-asioihin kuuluvista asioista. Hän painotti, että ei olisi välttämättä viisasta ajatella pelkkää sijoituksen tuottopotentiaalia, mutta jättää vastuullisuusaspekti kokonaan huomioimatta. Kaskela tähdensi, että vastuullisuuden osalta esimerkiksi ilmastomuutokseen liittyvät data pointit ovat vielä kehitysvaiheessa esimerkiksi kirjanpidon osalta. Osakesijoituksissa löytyvät perinteiset osakeanalyysimenetelmät, kuten diskonttaus, joihin liittyy oletuksia. Näiden lisäksi Varmalla on

käytössään ilmastopolitiikka sekä omistajaohjauspolitiikka, joissa kerrotaan, kuinka yhtiössä suhtaudutaan esimerkiksi antivaltuuksiin oman pääoman ehtoisissa sijoituksissa. Myös kansainvälisten normien noudattaminen on huomioitu näissä.

Suorissa sijoituksissa huomio on kiinnitettävä yksittäisiin sijoituskohteisiin. Rahastosijoituksissa puolestaan kiinnitetään huomiota varainhoitajiin ja valintavaiheessa managereja yritetään ajaa toimimaan paremmin, mutta ei kuitenkaan samalla lailla, kuin yksittäisten sijoitusten osalta. Hedgerahastojen osalta vastuullisuusnäkökulmien määrittely on Ilmarisen näkemyksen mukaan vielä kesken ja kyse on enemmänkin hallintoon liittyvistä asioista. Osakeomistuksissa korostuvat vaikuttamistyö sekä aktiivinen omistajuus. Yhtiökokouksissa äänestämien ja dialogin käyminen ovat tärkeitä keinoja.

Ilmarisessa aiemmin mainitut valtioihin liittyvät rajoitukset liittyvät suoriin sijoituksiin. Rahastoihin sijoitettaessa yhtiöllä on rahaston valintaan liittyvät kriteerit. Esimerkiksi aktiivisesti hallinnoituilla rahastoilla tulee olla vastuullisen sijoittamisen periaatteet sekä roolit määritelty selkeästi vastuullisuuteen liittyen. Heidän tulee myös kyetä raportoimaan vastuullisuusasioista sijoittajille ja vastuullisuuden tulee olla osana jokaista sijoituspäätöksentekoa. Indeksirahastojen osalta Ilmarisella ei ole vastuullisuuskriteerejä.

Elon vastuullisen sijoittamisen periaatteista löytyy kaikki tarvittava tieto omaisuusluokittain. Kaikki kohteet arvioidaan aina omaisuusluokan kriteerien mukaisesti. Suorien osake- ja yrityslainojen osalta Elossa on käytössä ESG-arvosana, joka koostuu niihin liittyvistä tekijöistä sekä yrityksen kykyyn hallita niitä. Huomio kiinnittyy tasoon, kehityssuuntaan sekä toimialakohtaiseen sijoittumiseen. Arvosanaa sovelletaan eri tavoin maantieteellisestä alueesta ja sijoitustyylistä riippuen. Mikäli yrityksen saama ESG-arvosana on heikko, on sen soveltuvuutta arvioitava aina erikseen sovittujen sijoitusperiaatteiden mukaisesti.

Epäsuorissa sijoituksissa vastuullisuuden arviointi kohdistuu sijoituskohteen ja -strategian lisäksi palveluntarjoajaan. Korko- ja osakerahastojen noudatettavien vastuullisen sijoittamisen linjausten tulee olla riittävän samanlaiset Elon vastaavien kanssa. Rahastonhoitajilla on myös oltava kattavat resurssit riskienhallinnan ja toiminnan raportointiin. Rahastonhoitajaa ei automaattisesti suljeta pois, mikäli se ei ole allekirjoittanut kansainvälisiä vastuullisen sijoittamisen periaatteita. Rahastonhoitajalla voi olla myös oma vastuullisuuspolitiikkansa ja sen linjaukset, joita arvioidaan. Indeksisijoituksissa Elo ei luonnollisesti ota kantaa yksittäisten yritysten vastuullisuuteen.

Hedgerahastojen osalta yhtiö sijoittaa ainoastaan hyvämaineisiin ja institutionaalisille sijoittajille sopiviin rahastoihin. Hedge fund -sijoitussalkut arvioidaan yleisten periaatteiden mukaisesti ja keskittyen vain sellaisiin sijoitusstrategioihin, jotka yhtiö pystyy arvioimaan itsenäisesti. Sijoitusprosessin ja –salkun läpinäkyvyys on Elolle tärkeää. Jokaisen hedgerahaston varainhoitajan edellytetään olevan rekisteröitynyt noudattamaan vähintään yhden yleisesti tunnetun viranomaistahon määräyksiä ja ohjeita. Elo on myös sijoittaja-allekirjoittaja SBai-yhdistyksessä (*Standards Board for Alternative Investments*). Yhtiö käyttää lisäksi ulkopuolista neuvonantajaa vahvistamaan operatiivista due diligence -prosessiaan.

Pääomarahastosijoituksissa Elossa kiinnitetään huomiota vastuulliseen toimintaan erityisesti sijoituksen valmisteluvaiheessa, koska tässä vaiheessa vaikuttamismahdollisuudet ovat suurimmat. Rahaston vastuullisen sijoittamisen lähestymistapa käydään läpi sijoituksen valmisteluprosessissa. Pääomarahastoyhtiön odotetaan olevan sitoutunut johonkin vastuullisen sijoittamisen periaateohjelmaan tai sillä voi olla myös omat periaatteensa. Elo kannustaa yhtiöitä parempaan raportointiin sekä toimintamalleihin ja seuraa kehitystä. Kiinteistöpääomarahastoissa logiikka on sama, kuin muissakin pääomarahastoissa. Suorien kiinteistösijoituksiensa osalta Elossa seurataan sähkön, veden ja energian kulutusta. Elo liittyi kiinteistöalan energiatehokkuussopimuksiin sitoutuen toimitila- ja asuinkiinteistöjä koskeviin toimenpideohjelmiin. Sopimuksiin liitetään Elon kaikki suorat enemmistöomisteiset kohteet ja säästötavoite vuosille 2017–2025 on vähintään 7,5 % kiinteistöjen vuosittaisesta energiankulutuksesta. Energiatehokkuussopimuksen mukaisesti laadittava energiankäytön tehostamissuunnitelma tarkistetaan vuosittain ja päivitetään tarvittaessa. Kiinteistöalaa koskevat säädökset ja normit ovat osana kiinteistösalkunhoitoon liittyvää toimintaa. Infrastruktuurirahastoissa yhtiö kiinnittää erityistä huomiota vastuullisuusasioihin, sillä kyse on usein ihmisten perustarpeista sekä luonnonvarojen hyödyntämisestä.

Valtionlainoissa luokittelumalli perustuu jo aiemmin mainittuun CPI-indeksiin. Elon muissa lainasijoituksissa luotonmyöntöprosessissa otetaan huomioon kohdeyritysten toiminnan vastuullisuus, ympäristönäkökohdat, hallituksen kokemus, ammattitaito ja riippumattomuus sekä työntekijöiden kohtelu ja työturvallisuus. Luotonannossa vastuullisuuden toteuttaminen onnistuu parhaiten rahoitushankkeen alkuvaiheessa, kun Elo arvioi hanketta ja tekee kattavan yritysanalyysin.

Myös Kirkon eläkerahaston edustaja viittasi heidän vastuullisen sijoittamisen ohjeisiin. Hän kuitenkin avasi lyhyesti pääpiirteitä eri omaisuusluokkien välillä. Lähestymistavat ja työkalut

eroavat toisistaan, mutta osake- ja korkosijoituksien välillä ei ole niin paljon eroavuuksia. Enemmän eroja löytyy varsinaisesti siinä vaiheessa, kun tutkitaan vaihtoehtoisia sijoituksia. Edustaja kiteytti heidän vastuullisuuteen liittyvät pääpiirteensä seuraavasti:

”... Ehkä niinku tämmösiä yleisiä periaatteita, läpinäkyvyys, onko ohjeet olemassa vastuullisuudesta, miten asioista raportoidaan yleisellä tasolla, ne ovat niitä tärkeitä.”

5.4 Lakisääteisyys ja median roolit työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa

Eläkesijoittajilla on merkittävä ja ainutlaatuinen yhteiskunnallinen tehtävä Suomessa ja siksi niiden sijoitustoiminta on erilaista verrattuna esimerkiksi muihin institutionaalsiin sijoittajiin. Haastateltavilta kysyttiin seuraavassa, että kuinka tämä eläkelaitosten yhteiskunnallisen toiminnan lakisääteisyys vaikuttaa sijoitustoimintaan. Esimerkiksi raportoinnin läpinäkyvyys on teema, joka otettiin esille edellä mainittuun liittyen.

Veritaksen Bergringin mielestä lakisääteisyys ja raportoinnin läpinäkyvyys liittyy ennen kaikkea hyvään hallintoon. Eläkesijoittaja on puolijulkinen toimija, joka käyttää julkista valtaa eläkepuolella hoitaen tavallaan sekä valtion eläkettä että työperustaista eläkettä, jotka molemmat ovat Suomessa lakisääteisiä. Bergring vertasi toimintaa Ruotsiin, jossa AP-rahastot toimivat Kevan tai VER:in kaltaisena bufferirahastona, joka hoitaa valtion eläkkeitä ja puolestaan työperustainen eläke ei ole varsinaisesti lakisääteinen. Bergringin mielestä edellä mainitulla tavalla toimiva Suomen järjestelmä on hieno. Eläkesijoittajan on julkisen vallan käyttäjänä oltava kuin hyvä kansalainen, jolloin ESG-asiat liittyvät kaikkeen. Etenkin hallinnoinnin on oltava hyvää ja samoin esimerkiksi hyvä vakuutustapa sekä kilpailu luovat edellytykset toimiluvulle. Bergringin mukaan regulaatio vaikuttaa sijoitustoimintaan paljon vakavaraisuussäntelyn kautta ja kohta EU:n myötä myös ESG-asiat tullaan reguloimaan eläkesijoittajille, mutta Veritas tekee jo kyseisellä tavalla, joten se ei haittaa yhtiötä. Suomen eläkejärjestelmällä on EU:n poikkeuslupa, jolloin jokainen EIOPA-vakuutusyhtiötä tai varainhoitajia koskeva rajoitus ei vaikuta eläkesijoittajiin. Tästä hän mainitsi esimerkkinä Solvenssi II -säädöksen. Bergring kiteytti eläkelaitosten toiminnan seuraavasti: jokaisella on oma missio, filosofia ja strategia, joista toiminta lähtee kumpuamaan.

Myös Varman Kaskela vertasi suomalaisten eläkesijoittajien periaatteita ulkomaisiin toimijoihin. Hänen mukaansa Ruotsin AP-rahastojen, Norjan öljyrahastojen sekä Hollannin vastaavien toimijoiden lähtökohdat ovat tavallaan varsin samanlaiset. Ero tulee Kaskelan mukaan siinä, että muiden institutionaalisten sijoittajien on myytävä rahastoja, jolloin parametrit ovat erilaiset. Tällöin on oltava tarkempi ja tuotteistaa rahasto paremmin, jotta se myisi.

Ilmarisen Landau muistutti kysymykseen liittyen eläkelaitosten yhteiskunnallisesta tehtävästä, mikä on siis eläkevastuiden kattaminen pitkällä aikavälillä. Se tuo sijoitustoiminnalle pitkän aikajänteen, mikä on erityispiirre eläkealalla. Vastuullisuuden huomiointi on Landaun mukaan tärkeää, koska vastuut realisoituvat juuri pitkällä aikavälillä. Pankeilla ja varainhoitajilla on erilaisia rahastoja, joista sijoittaja voi valita mieleisensä. Eläkelaitoksella puolestaan on ainoastaan yksi eläkevarallisuus, joka pitää hallinnoida hyväksyttävällä tavalla. Sijoitustoiminnan on oltava tuottavaa ja turvaavaa, joten vastuullisuus on osana riskienhallintaa ja mahdollisuuksien löytämistä. Toiminta ei luonnollisesti saa olla ristiriidassa eläkevarojen turvaamisen kanssa, vaan sen tulee olla osana sitä.

Elossakin asiakaskunta on monipuolinen ja laaja. Elon sijoitustoiminnan tehtävänä on sijoittaa työeläkevarat tuottavasti ja turvaavasti. Elo julkaisee tulostietonsa kvartaaleittain.

Kirkon eläkerahaston edustajakin painotti sijoitushorisontin pituutta erityispiirteensä muihin sijoittajiin nähden. ESG-asiatkin ovat pitkän aikavälin teemoja, joten ne istuvat hyvin eläkerahaston sijoitushorisonttiin. Asiat eivät toteudu välttämättä vuoden aikana, vaan on katsottava pidemmälle ja laajemmin tulevaisuuteen. Aina aikajänteisiin liittyvät asiat eivät kohtaa. Hänen mukaansa toiminnan avoimuus on nimenomaan alaa eteenpäin ajava tekijä, jota kohti tulisi kannustaa. Julkisella puolella periaatteessa ei ole liikesalaisuuksia ja käytännössäkin he avaavat sijoituksia pyydettyä. Kaikki tarvittava tieto löytyy edustajan mukaan verkosta ja jos ei löydy, niin he aina pyrkivät selvittämään. Ensimmäinen prioriteetti on se, että he aina vastaavat tarvittaessa.

Lakisääteisyyteen ja Suomen työeläkejärjestelmään kuuluu se, että yhtiöt eivät ole varsinaisesti voittoa tavoittelevia yrityksiä, vaikka ne ovatkin keskenään kilpailijoita. Haastateltavilta kyseltiin mahdollisesta yhteistoiminnasta muiden eläkelaitosten kanssa. Mitään liikesalaisuuksia ei pyydetty paljastamaan, mutta lähinnä oli tarkoitus saada selville siitä, millaisin yhteisin keinoin laitokset toteuttavat sijoitustoimintaa ja mahdollista vastuullisuutta.

Veritaksen Bergring tarkensi, että yhtiöt eivät saa tehdä sijoitustoimintaa koskeva yhteistyötä. Toisinaan yhtiöt voivat keskustella asioista, mikäli heillä on sijoituksia samoissa rahastoissa tai

kiinteistöissä. Yksittäistapauksissa keskustelu on siis sallittua, mutta sijoitusstrategiasta puhuminen luonnollisesti ei. Vastuullisuusasioissa yhtiöt osallistuvat yhteisiin seminaareihin ja juttelivat muutenkin parhaista käytännöistä yhdessä suomalaisten sekä kansainvälisten eläkesijoittajien kanssa. Etenkin ulkomaisten eläkesijoittajien kanssa keskusteleminen on Bergringin mielestä luontevaa, koska käsiteltävät asiat ovat globaaleja. Veritas pyrkii olemaan oman alansa edelläkävijä ja Bergringin mielestä todelliset edelläkävijät löytyvät ulkomailta, koska ne tekevät työtä suurilla resursseilla. Hänellä on tarkoituksena käydä seminaareissa ja käydä keskustelua muiden toimijoiden kanssa.

Myös Varman Kaskela kertoi, että he tekevät jonkinlaista yhteistoimintaa alan muiden toimijoiden kanssa. Hän kertoi itse olevansa mukana finanssialan indikaattorityöryhmässä, jossa mietitään ilmastomuutoksen raportoinnin kehittämistä. Lisäksi Varma tukee TCFD:tä ja sen käyttöä, jotta ilmastomuutoksen fyysisistä ja transitionisista saataisiin parempaa ja yhteismitallisempaa taloudellista tietoa. Kyse on pitkälti siitä, että finanssialalla data on ongelmallista.

Landaukin viittasi edellä mainittuun indikaattorityöryhmään ja kertoi, että siinä koko ala pyrkii parantamaan raportointia. Ilmarinen on siis myös mukana kyseisessä työryhmässä. Hän kertoi Ilmarisen olevan mukana myös CLC-yhdistyksessä (*Climate Leadership Coalition*), jossa niin ikään on tarkoitus edistää ilmastoasioita. Landau kertoi myös pitkäaikaisesta vaikuttamisyhteistyöstä, jossa on heidän lisäksi mukana ruotsalainen, norjalainen sekä tanskalainen sijoittaja. Climate Action 100+ -vaikuttamisprojekti on myös yksi Ilmarisen konkreettinen keino vaikuttaa yhdessä muiden sijoittajien kanssa.

Elo on mukana aiemmin mainitussa Climate Action 100+ -projektissa, mikä on merkittävä yhteistyökeino, samoin kuin niin ikään aiemmin ilmi käynyt IIGCC. Elo on mukana myös Banking on a Low-Carbon Future -nimisessä projektissa, jonka tavoitteena on vaikuttaa nimenomaan pankkisektoriin. Elo on lisäksi aktiivinen Finsifin jäsen: yhtiö on perustajajäsen sekä hallituksen ja nimitystoimikunnan jäsen. Edellä mainitut keinot ovat ne yhteistyömuodot, joissa Elo on mukana.

Kirkon eläkerahaston edustaja avasi lyhyesti heidän eri yhteistoimintaan liittyviä tahoja sekä keinoja. Hänkin kertoi, että he ovat aktiivisesti mukana Finsifissä yhdessä muiden eläkesijoittajien, varainhoitoyhtiöiden, yliopistojen, kuntien sekä ammattijärjestöjen kanssa. Yhteistoiminta on sitä kautta suhteellisen laajaa. Kirkon eläkerahasto myös neuvoo ja ohjeistaa muita

tarvittaessa. Edustaja mainitsi kyseleviksi tahoiksi muut institutionaaliset sijoittajat sekä graduja tekevät henkilöt.

Medialla on tärkeä rooli monen asian suhteen yhteiskunnassa. Suomen eläkejärjestelmässä se liittyy siihen, että millä tavoin eri asioista uutisoidaan ja mitä teemoja käsitellään. Haastateltavilta haluttiin saada selville, millä tavoin he kokevat median toiminnan eläkesijoittamiseen liittyen. Uutisointi tuntuu olevan usein kovin negatiivissävytteistä ja siksi tarkoituksena oli tiedustella, että miten laitosten edustajat kokevat sen ja olisiko heillä mahdollisesti ehdotuksia toisenlaiseen käsittelyyn. Heiltä kysyttiin, minkälaisena median rooli näyttäytyy tällä hetkellä, onko siinä jotain eroa historiaan ja minkä he odottavat sen olevan tulevaisuudessa. Kaikilla oli jonkinlainen näkemys mediasta ja siitä, minkälaisena he näkevät uutisoinnin Suomessa.

Veritaksen Bergringin mielestä on poikkeuksetta hyvä, että Suomen eläkejärjestelmästä uutisoidaan. Vaikka uutisointi ei olisi aina täysin faktoihin perustuvaa, niin se on hyvä, koska eläkeistä puhutaan hänen mielestä liian vähän. Se on Bergringin mielestä valitettavaa, että uutisointi keskittyy usein kvartaalituottoihin, mikä on jokseenkin epäoleellista. Hänen mielestään pitäisi keskittyä tärkeisiin kysymyksiin, kuten siihen, että mikä on jonkin yhtiön filosofia ja minkä takia jotain tehdään, niin kuin tällä hetkellä tehdään ja miten asioita hoidetaan. Suuri yleisö ei Bergringin mielestä ymmärrä eläkejärjestelmän toimintaa, mikä johtaa toisinaan epäoleellisen kirjoitteluun. Bergring sanoi itse yrittävänsä edistää tietoisuutta esiintymällä esimerkiksi seminaareissa. Lisäksi poliitikkojen olisi hyvä ymmärtää järjestelmä paremmin ja muutenkin erilaisten toimijoiden parempi kommunikointi hyödyttäisi kaikkia. Järjestelmä on kuitenkin merkittävä osa yksilön sosiaaliturvaa ja se vaikuttaa läpi koko elämän.

Bergring ei osannut arvioida, että onko uutisointi muuttunut jollain tapaa ajan saatossa. Hänen mielestään asia riippuu useimmiten yksittäisten raporttien luonteesta ja niiden kirjoittajien käsityksestä sekä agendasta. Sijoitustuottojen raportointi on Bergringin mukaan mahdollisesti parantunut jonkin verran ymmärryksen kasvaessa. Tärkeimpänä tehtävänä on hänen mielestään saada kaikki ymmärtämään eläkejärjestelmän luonne: järjestelmän varoja hoidetaan yhteisvastuullisesti, mutta kilpailu johtaa siihen, että laiskottelu ei ole mahdollista. Useampi toimija alalla on siis hyvä ja älykkäästi rakennettu asia, ettei ole olemassa vain yhtä, kilpailun puutteessa potentiaalisesti laiskasti toimivaa eläkeyhtiötä.

Myös Varman Kaskelan mielestä on hyvä asia, että asioista ollaan avoimia ja että niistä uutisoidaan. Lähtökohtaisesti uutisoinnin olemassaolo on aina hyvä, vaikka itse uutisointi olisikin

sensaatiohakuista. Sijoitustoiminnan ja vastuullisuusasioiden raportointi sai siis Kaskelalta ehdottoman positiivista palautetta. Historiaperspektiivistä ei Kaskelakaan osannut sanoa erityisemmin. Hän kiteytti, että kaikki toimijat hoitavat omat tehtävänsä hyvin ja sen jälkeen niistä voi kertoa. Siinä on hänen mielestään logiikka yksinkertaisuudessaan.

Ilmarisen Landau suhtautui niin ikään varsin positiivisesti eläkejärjestelmää ja vastuullisuutta koskevaan uutisointiin. Hän kertoi, että kansalaisjärjestöillä on tavallaan vahtikoiran rooli ja se on myös merkityksellinen, kun on tarkoitus nostaa esille erilaisia yhteiskunnan epäkohtia. Hän kertoi, että esimerkiksi Finnwatch teki Ilmarisesta jutun sijoituskohteen osalta, johon Ilmarisella oli jo vaikuttamisprosessi käynnissä. Hän mainitsi WWF:n julkaiseman raportin, jossa suomalaiset sijoittajat olivat Euroopan parhaimmistoa hiileen ja uusiutuvaan energiaan liittyvässä tutkimuksessa. Tutkimus ja uutisointi ovat toisinaan siis positiivista niille, jotka hoitavat asiat hyvin, mutta häntäpäähän sijoittuville se voi olla kriittistä. Vastuullisuus on liikkuva ja tulkinnanvarainen maali.

Landau kertoi luonnollisesti seuraavansa jatkuvasti vastuullisuutta koskevia uutisia ja kertoi uutisoinnin olevan nykyään aiempaa monipuolisempaa. Ennen uutisointi ja sijoittajien kommentit koskivat lähinnä yksittäisiä yrityksiä ja esimerkiksi vaikuttamista tai hiilijalanjäljen vähentämistä ei käsitelty samassa laajuudessa, toisin kuin nykyään. Median kiinnostus on siis lisääntynyt ja se ei ole enää niin kapeaa. Tietoisuuden kasvaminen on Landaun mielestä hyvä asia.

Elossakin on kanta, että oikeudenmukainen ja faktoihin perustuva uutisointi kuuluu asiaan. On tärkeää pitää asiat ihmisten tiedossa, koska käsiteltävät asiat ovat yhteiskunnallisella tasolla merkittäviä.

Elossakin on huomattu, että median lisääntynyt kiinnostus asioita kohtaan on ollut kasvussa. Etenkin ilmastoasiat ovat nykypäivänä yhä enenevässä määrin esillä ja luultavasti kiinnostus jatkuu tulevaisuudessakin vähintään samalla tasolla tai sitten se kasvaa entisestään.

Kirkon eläkerahaston edustajan mielestä medially on tärkeä rooli paineen lisäämisessä toiminnan muuttamista ja kehittämistä kohtaan. Se on aiheuttanut vuosien varrella paljonkin muutosta joissakin yhtiöissä, mutta edustajaa huolestuttaa se, että tulokulma on usein negatiivinen. Positiivisempaa lähestymistä ja kehitystä on yritetty tuoda esiin medialle esimerkiksi Finsifin kautta, mutta useimmiten kuitenkin suurimmat otsikot liittyvät aina negatiivisiin asioihin.

Edustaja ei varsinaisesti ottanut kantaa siihen, että onko jokin muuttunut ajan saatossa median toiminnassa ja uutisoinnissa. Hän sanoi toivovansa, että jatkossa keskittyminen olisi enemmän nimenomaan siinä positiivisessa puolessa ja vaikuttamisessa, mitä sijoitusvarallisuudella on mahdollista tehdä. Hän totesikin, että viime aikoina on negatiivisia uutisia tuntunut olevan vähemmän, joten suunta on mahdollisesti ollut kohti edellä mainittua. Uutiset lähtevät liikkeelle usein jostakin julkaistusta raportista tai selvityksestä, mistä data tulee niihin. Ne siis usein määrittävät uutisoinnin sisällön.

5.5 Työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan sääntely ja valvonta

Tämä viimeinen alaluku perustuu kokonaan Finanssivalvonnan Mikko Kuuselan haastatteluun. Siinä valotetaan Finanssivalvonnan roolia työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa ja muutenkin käsitellään sijoitustoiminnan sääntelyä ja valvontaa. Pyrkimyksenä on valottaa, mihin asioihin Finanssivalvonnalla on valtaa ja millä keinoin se yrittää saada alan toimimaan parhaalla mahdollisella tavalla. Teemojen pääpaino liittyy vastuullisuusaspektiin, mutta eläkesijoittamista käsiteltiin myös yleisellä tasolla. Kaikki kohdat ovat otettu haastattelun perusteella ja niissä viitataan Mikko Kuuselan vastauksiin.

Yksi keino Finanssivalvonnalla työeläkeyhtiöiden toiminnan valvomiseen on vastaanottaa raportteja säännöllisin väliajoin ja analysoimalla niitä. Muita keinoja ovat valvottavien jatkuva valvonta, tarkastukset ja kyselyt, yhteistyö eri tahojen kanssa sekä lain perusteella myönnettävät luvat. Ensimmäiseksi mainittuun selkeä lähestymistapa on se, että Fiva vastaanottaa sijoitusdataa, joita he sitten alkavat katsoa eri näkökannoista ja tarpeen mukaan tarkastelu on todella yksityiskohtaista. Myös työeläkeyhtiöiden hallinnon valvominen sijoitustoiminnan ja muidenkin toimintojen osalta on merkittävä osa heidän toimintaansa. Hallinto on tavallaan yleistermi, jonka sateenvarjon alle jää useita eri osa-alueita ja sijoitustoiminnan osalta se tarkoittaa käytännössä sitä, että miten yhtiössä sijoitustoimintaa ”pyöritetään”. Operatiivisten riskien välttäminen on oleellinen osa edellä mainittua ja riskienhallinta on muutenkin valvojan näkökulmasta tärkeä osa-alue. Toiminnan tarkastelu kattaa koko organisaation ja sen, miten tieto kulkee: myös middle office - sekä back office -toiminnot ovat Finanssivalvonnan syynissä. Työeläkeyhtiöiden toiminnasta tutkitaan siis numeerisen datan lisäksi myös ns. non-financial -asioita merkittävässä määrin. Fivan valvonnan voi katsoa olevan laajaa sekä kokonaisvaltaista.

Yksityisten alojen työeläkeyhtiöiden valvonta eroaa jonkin verran julkisista. Laki Kevasta (66/2016) 6-7 § määrittelyn mukaan julkisten alojen laitosten osalta toiminnan yleisvalvonta kuuluu valtiovarainministeriölle, joten lain puolesta valvonta on siis erilaista. Finanssivalvonta keskittyy sitten sijoitustoimintapuoleen ja sen valvonta ei kuitenkaan itsessään ole juurikaan erilaista julkisten ja yksityisten laitosten välillä, mutta julkisella puolella ei ole vakavaraisuussääntelyä. Heillä ei siis ole mitään benchmarkia, kuten vakavaraisuusrajaa, mihin toimintaa voisi verrata. Sijoitusraportit, tavoiteallokaatiot ja muut sijoitustoimintaan liittyvät asiat toimittaan kuitenkin Fivaan, joka sitten analysoi niitä. Vakavaraisuuskehikko ei sitten kuitenkaan teoriassa sääntelee julkisten laitosten riskinottoa.

Finanssivalvonnalla on erilaisia toimenpiteitä, mikäli he huomaavat epäkohtia eläkelaitosten toiminnassa. Normaaleissa tapauksissa, joissa rike ei ole ollut valtavan suuri, Fiva kertoo valvottavalle toimijalle tilanteen. Tämän seurauksena valvottavaa pyydetään korjaamaan tilanne ja mikäli se korjaa, niin asia on sitä myöten selvä. Vakavammissa rikkomuksissa Fivan on mahdollista toteuttaa sanktioita, kuten julkinen varoitus, joka on varsin tyypillinen, joskin harvinaisen. Mikäli asiat ovat menneet totaalisesti pieleen, on toimenpiteenä tehdä tutkintapyyntö poliisille, joka sitten alkaa tutkimaan tapausta. Toimenpiteet riippuvat pitkälti rikkeen suuruudesta sekä laajuudesta ja on hyvä muistaa, että toisen osapuolen kuuleminen kuuluu hyvän hallinnon periaatteisiin.

Viimeisin finanssikriisi viime vuosikymmenen lopussa on uudistanut vakavaraisuusjärjestelmää, mikä on luonnollisesti vaikuttanut myös Finanssivalvonnan toimintaan. Siihen liittyen sijoitustoiminnan osalta käynnistettiin vakavaraisuusuudistusprojekti. Uudistus toteutettiin kolmessa vaiheessa, joista viimeinen astui voimaan vuoden 2017 alussa ja kaikki vaiheet ovat siis saatettu loppuun. Projekti oli lopulta varsin suuri ja siinä katsottiin läpi koko vakavaraisuuskehikko parametrien osalta ja ne kalibroitiin uudelleen, mihin Fiva osallistui aktiivisesti. Nykyään Fiva sitten tarkastaa uuden kehikon implementointia valvottavissa. Uudistus vaikutti vakavaraisuussääntelyyn merkittävästi, vaikka ei lopputulos ei mikään radikaali muutos ollutkaan: systeemiä ei käännetty pääläelleen tai muuta vastaavaa. Tiivistetysti voidaan sanoa uuden kehikon ottavan riskit aiempaa tarkemmin huomioon.

Vastuullisuusaspekti on tutkielman kannalta merkittävin teema ja se perustuu pitkälti vapaaehtoisuuteen sekä ei-mitattaviin asioihin. Finanssivalvonnalla ei tästä johtuen ole sen suhteen aina keinoja tai toimenpiteitä säännellä, joten se ei juurikaan valvo vastuullisuuden toteutumista työeläkesijoittamisessa. Lähtökohta on se, että laitosten on noudatettava lakia ja sitä Fiva valvoo.

Fivalla voi olla määräyksenantovaltuus, mutta sitä varten olisi toisinaan luotava regulaatiota tällä tavalla: laissa ei ole mitään varsinaista ESG-ohjeistusta, että olisi vaikka sijoitettava eettisesti. Tämä aiheuttaa sen, ettei Fiva oikein pysty sellaista valvomaan. Kuusela totesi, että EU-puolella tällaista sääntelyä on hieman ja trendi on nouseva, jolloin sektorille tulee vaikutteita. Määräyksenantovaltuuksien puuttuessa Fivalla ei ole varsinaisesti valvottavaa, mutta he voivat antaa joitakin ei-sitovia ohjeita. Toiminta on itsesääntelyn varassa ja kuten aiemminkin on käynyt ilmi, ovat työeläkeyhtiöt liittyneet erilaisiin kansainvälisiin organisaatioihin ja lisäksi yhtiöt saattavat julkaista esimerkiksi vastuullisuustietoja strategiassaan. Vastuullista sijoittamista ei siis ole määritetty, jolloin se jää Fivan tarkastelun ulkopuolelle, koska myöskään he eivät ole kokeneet tarpeelliseksi määritellä sitä. Regulaatiota on vähän, johon valvonnan voisi perustaa, mutta he ovat kiinnostuneita aiheesta, seuraavat sitä ja tutkivat sitä sisäisesti.

Hallinto on merkittävä osa vastuullisuutta ja hallintopuolta valvoessaankin Finanssivalvonta tutkii sitä, onko se tehty regulaation kannalta järkevästi. Kaikki lähtee nimenomaan regulaatiosta ja siitä, että onko halua tehdä lakiin sääntelyä jostain määrätystä asiasta. Toinen tie on se, että jos Eurooppa-tasolta tulee jotakin sääntelyä, niin sitten Fivakin reagoi. Työeläkelaitoksia sääntely ei välttämättä suoraan koske, mutta Public Interest Entities -pienyhteisöjen kautta voi, sillä isot työeläkeyhtiöt ovat sellaisia. Kuusela kiteytti loppuun sen, että he eivät voi mennä torumaan työeläkeyhtiöitä, jos heillä ei ole mitään varsinaista faktapohjaa, mitä vasten nojata.

Avoimuus ja läpinäkyvyys ovat teemat, jotka ovat korostuneet työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnan vastuullisuuteen liittyen. Määrättyjen asioiden on oltava julkisia, jolloin se edellyttää toiminnan avoimuuteen. Tässäkin on kyse lakiin nojaamisesta: mikäli jokin asia on määrätty laissa avoimeksi, niin sitä edellytetään ja se kuuluu tällöin valvonnan alaisuuteen. Fiva ei voi mielivaltaisesti pakottaa jotakin tahoa julkistamaan jotain haluamaansa, sillä kyse voi olla liikesalaisuuksista. Tällaisessa tilanteessa on jälleen nojattava lakiin, mihin valvonta keskittyy. Heidän toimintansa ja roolinsa on itse asiassa tarkasti rajattu, sillä valvottavilla on vapaus toimia lainsäädännön puitteissa. Mikäli Fivalla on valtuus sanoa jostakin asiasta, he voivat antaa määräyksiä, ohjeistuksia tai tulkintoja laista.

Finanssivalvonta yrittää tehdä mahdollisimman laajasti yhteistyötä muiden alan toimijoiden kanssa. Kuusela totesikin, että Suomi ei ole niin iso maa, että täällä olisi varaa tuhлата resursseja. Luonnollisesti Fiva on yhteistyössä valvottaviensa kanssa nimenomaan valvonnan kautta. He käyvät valvottaviensa kanssa dialogia ja keskustelua, mutta useimmiten nimenomaan valvot-

tava lähestyy Finanssivalvontaa kertomalla, että heillä on jokin ongelma, mihin sitten molemmat osapuolet yhdessä miettivät toimenpiteitä. Muita yhteistyötahoja ovat esimerkiksi työeläkevakuuttajien kattojärjestö TELA sekä sosiaali- ja terveysministeriö, joka tulee luonnollisesti mukaan siksi, että siellä tehdään regulaatiota. Toisinaan Fiva tekee yhteistyötä myös valtiovarainministeriön kanssa samasta syystä.

Käytännössä yhteistyö voi hoitua monella tapaa. Virallisin tapa on se, että monien muiden tahojen ohella Finanssivalvonnalta pyydetään lausuntoa johonkin meneillään olevaan lakihankkeeseen tai hallituksen esitykseen. Fiva antaa tällöin kirjallisen lausunnon ja kyseessä on normaali, muodollinen, lainsäädäntöprosessiin kuuluva menettely. Toisaalta Finanssivalvonta voidaan kutsua aikaisemmassa vaiheessa joihinkin työryhmiin, joissa lainsäädäntöä valmistellaan, etenkin jos toiminta koskee heitä. Fivalta voidaan kysyä jostain määrätystä yksityiskohdasta valmistelun yhteydessä, että miltä jokin asia näyttää valvonnan kannalta. Kaikkein vähiten formaali tapa tehdä yhteistyötä on yksinkertaisesti tavata ja puhua asioista. Keskustelu voi olla vapaamuotoista ja sisältää sellaista, että mitä on meneillään ja miltä asiat näyttävät. Yhteistyöhön on olemassa siis tavallaan monta eri virallisuuden tasoa.

Kuten jo aiemmin on käynyt ilmi, raportointi on eläkesijoittamisen yhteiskuntavastuun osa-alue. Sijoitustoiminnan raportointia kehitetään koko ajan ja se on ajan tasalla: esimerkkinä päivittymisestä on uusi vakavaraisuussäätely. Tutkielmassa aiemmin ilmi käyneeseen asioiden mahdolliseen kaunisteluun Kuusela otti sen verran kantaa, että Fiva on sen tiedon varassa, mitä laitokset heille ilmoittavat. Aina on mahdollisuus, että ilmoitukset sisältävät jotain, mikä ei ole totta, mutta silloin laitokset rikkovat lakia. Toki Fiva kiinnittää huomiota, mikäli ilmoitus sisältää jotain poikkeuksellista ja he ovatkin esimerkiksi kiinnittäneet huomiota yhdenmukaiseen ilmoittamiseen tutkiessaan työeläkeyhtiöitä vakavaraisuuskehikon osalta sen tultua voimaan. Tutkimuksen alla on se, että miten yhtiöissä tulkitaan asioita, miten niitä tehdään käytännössä ja ottavatko ne riskit yhdenmukaisesti huomioon. Kuuselan johtopäätös oli se, että toiminta on joitakin yksityiskohtia lukuun ottamatta varsin yhdenmukaista. Tavoitteena on, että ne menisivät samalla tavalla.

6 YHTEENVETO

6.1 Johtopäätökset

6.1.1 Yhteiskuntavastuun huomiointi työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa

Yhteiskuntavastuu on merkittävä osa työeläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa, mikä kävi ilmi kaikkien haastateltavien vastauksista. Eri toimenpiteiden ja vaikuttamiskanavien määrä on häkellyttävä ja eläkelaitosten näkökulmasta kyse on tosiaan paljon muustakin, kuin pelkästään joidenkin määrättyjen sijoituskohteiden poissulkemisesta. Vastuullisen sijoittamisen merkitys kasvaa tulevaisuudessa yleisestikin, joten työeläkeyhtiöiden on oltava mukana kehityksessä. Vastuullisuus on organisoitu jollain tavalla jokaisessa työeläkeyhtiössä ja sen luonne määräytyy koon mukaan: suurissa yhtiöissä yksittäiset työntekijät ovat erikoistuneet vastuullisuusasioihin organisaatioissaan, kun taas pienemmillä vastuullisuusasiat on implementoitu selvemmin osaksi jokaisen toimintaa. Suuremmilla resursseilla operoivilla yhtiöillä on mahdollisuus toteuttaa vastuullisuuttakin laajemmin, kuin pienemmillä toimijoilla.

Käytännössä kaikilla on vastuullisuusaspekti organisoitu osaksi koko sijoitustoimintaa ja sen luonne näyttäytyy eri vaiheissa erilaisena. Laajemman mittakaavan linjauksissa laitokset tekevät suuntaviivat siihen, mihin haluavat sijoittaa ja lopulta käytännön vastuullisuuspäätökset kietyvät sijoituskohteen tai varainhoitajan valinnassa. Johtoryhmän hyväksyntä sekä ohjausryhmä ovat sellaisia tekijöitä, jotka ohjaavat sijoitustoimintaa. Vastuullisuus liittyy koko prosessiin ja ulottuu analysointiin, päätöksentekoon, valintaan, sopimuksentekoon ja seurantaan. Eläkeyhtiöt sijoittavat kohteisiin, joissa tuoton ja riskin välinen suhde on hyvä, joten yhtiöillä on aina oltava perusteet sijoittamiselle. Vastuullisuus liittyy sijoituspäätöksiin usein myös siten, että vastuullisesti arveluttavat kohteet eivät ole välttämättä muutenkaan houkuttelevia sijoituskohteita.

Suurimmalla osalla laitoksia on osa-alueita, joihin ne eivät automaattisesti sijoita. Ainakin kaikilla on olemassa osa-alueita, joita ne pyrkivät välttämään. Vältettäviä osa-alueita ovat esimerkiksi tupakkateollisuus, ydinvoima, kielletyt aseet sekä fossiiliset polttoaineet. Oli jopa hieman yllättävää, että kaikissa laitoksissa ei automaattisesti suljeta pois joitakin määrättyjä sektoreita.

Useimmiten rajaukset liittyvät suoriin sijoituksiin ja vaikkapa indeksisijoittajan on erittäin vaikea huomioida yksittäisiä toimialoja. Varainhoitajia valitessa vastuullisuus on mietittävä erilailla ja käytävä fundamentaalista keskustelua. YK:n Global Compactin periaatteet ja niihin liittyvät kansainväliset normit ohjaavat eläkesijoittajien toimintaa tuomalla raameja. Kirkon eläkerahastolla poissuljettujen toimialojen lista on hieman pidempi ja sisältää mm. alkoholin, uhkapelit sekä aikuisviihteen, jotka eivät kaikilla toimijoilla ole poissuljettu automaattisesti.

Jotkin määrättyt valtiot ja maantieteelliset alueet ovat myös sellaisia, joihin eläkeyhtiöt eivät sijoita. Usein valtiot tulevat kansainvälisten pakotteiden ja sanktiolistojen kautta sisältäen muutamia yksittäisiä valtioita, kuten Syyria, Iran sekä Pohjois-Korea. Joihinkin muihin kohteisiin on suhtauduttava muutenkin varauksella, kuten Venäjään ja Turkkiin. Toisinaan ei ole mahdollista sanoa, ettei sijoita ollenkaan johonkin alueeseen, kun kyse voi olla vaikkapa kehittyvien maiden indekseistä. Toisaalta on erotettava toisistaan suorat sijoitukset valtioihin ja muihin kohteisiin. Joissakin tapauksissa maariskien arviointi voi olla hyvinkin yksinkertaista, kunhan vain miettii yleistä maailmanpoliittista tilannetta. Kaikki yhtiöt eivät kuitenkaan käytä valmiita ja automaattisia poissulkukriteerejä, vaan pohtivat sijoitettavat kohteet yksilöllisesti.

Kaikki laitokset huomioivat sijoituskohteita veroparatiisien osalta. Todellinen veronkierto-ongelma ei kaikkien mielestä varsinaisesti ole eläkevarojen sijoittamisessa niiden kautta, vaan enemmänkin yksityisten henkilöiden varojen piilottelu. Eläkelaitosten sijoitustoiminta on läpinäkyvää, sillä ne raportoivat säännöllisesti ja toiminta on muutenkin tarkkaan valvottua. Lisäksi eläkelaitoksetkin ovat julkisen tiedon varassa. Media voi tarttua johonkin aiheeseen ymmärtämättä sitä täysin, mutta asia on tiedostettu. Osa sijoituskohteista on rekisteröity alhaisen verotuksen alueille ja niiden välttäminen voi olla käytännössä mahdotonta, mikäli tarkoituksena on saada hyvin hajautettu sijoitussalkku. EU:lla on olemassa musta lista veroparatiisien osalta, jota eläkesijoittajat seuraavat, mutta jotkin kohteet ovat hyvin tulkinnanvaraisia ja niiden verotukseen ja vastuullisuuteen on eriäviä mielipiteitä niin eri ihmisten, kuin valtioidenkin välillä. Eri näkökulmia on myös siihen, että onko jokin kohde rekisteröity määrättyyn paikkaan, vai hoitaako jokin organisaatio toimintaansa niiden kautta. On muistettava, että eläkelaitokset hoitavat lakisääteistä tehtävää, joten niiden on myös vältettävä moninkertaista verotusta.

Korruptio ja ihmisoikeudet ovat teemoja, joiden kanssa eläkesijoittajien on myös oltava tarkkana. Niiden huomioon ottaminen on sisällytetty kansainvälisiin normeihin ja esimerkiksi Global Compact on työkaluna tässäkin. Korruptionriskien huomiointi tulee korruptiolistojen kautta ja ne ihmisoikeusasioiden ohella täytyy käsitellä sijoituskohteita valitessa. Vaikuttaminen on

tärkeä osa huomiointia ja mikäli eläkelaitos havaitsee jotain, mihin tulee puuttua, ottaa se itse yhteyttä sijoituskohteeseen neuvotellakseen toimenpiteistä. Ennakoiva vaikuttaminen on niin ikään tärkeä osa toimintaa.

Ympäristöasioiden huomioon ottaminen on tänä päivänä yhä tärkeämpää ja se näkyy myös eläkelaitosten sijoitustoiminnassa. Kaikilla on oma ilmastopolitiikkansa ja -strategiansa, joita on työstettävä ja päivitettävä. Ne toimivat ohjenuorana omalle toiminnalle. Ympäristötietoisuus tulee olemaan tulevaisuudessa myös reguloitua lain puolesta, joten laitokset pyrkivät jo tässä vaiheessa ottamaan sen merkittäväksi osaksi omaa toimintaa. Laitokset välttävät sijoittamista määrättyihin toimialoihin, kuten kivihiileen. Tämän lisäksi osa laitoksista laskee omaa hiilijalanjälkeään ja sen laskeminen ulottuu useisiin sijoituskohteisiin. Vihreys merkitsee siten osittain sijoituskohteiden valintaa mieluummin kohti uusiutuvaa energiaa. Toisaalta pelkkä sijoituskohteiden poissulkeminen ei ole riittävä keino kohti vihreämpää maailmaa ja laitokset ovat liittyneet erilaisiin hankkeisiin, joiden tavoitteena on parantaa maailmaa ympäristöystävällisempään suuntaan.

Kaikki laitokset tekevät sekä positiivista että negatiivista valikointia sijoitustoiminnassaan ja toimenpiteet ovat tapauskohtaisia. Positiivista valikointia suositaan sen takia, että sen avulla on enemmän mahdollista vaikuttaa yrityksiin, kuin pelkästään poissulkemalla sijoituskohteita. Osakesijoituksissa vaikuttaminen on usein helpompaa ja puolestaan korkosijoituksissa painotus on enemmän suurten riskien välttämisessä. Rahoitusala on keskittynyt negatiiviseen valikointiin, vaikka sijoitusomaisuudella olisikin mahdollista tehdä hyvää. Toisinaan kohteiden poissulkeminen on perusteltua, mutta kohteet ovat harvoin absoluuttisesti joko hyviä tai pahoja. Tärkeintä onkin saada kehitys kohti parempaa.

Sijoitustoiminta on aina jossain määrin keskustelua ja se myös kehittää asioiden käsittelyä tuoden kaikille uusia näkökulmia. Organisaatioissa ei sisäisesti voi olla eri mieltä kaikkein perustavanlaatuisimmista asioista, mutta usein pienemmät tekijät ovat tulkinnanvaraisia ja vaativat täten pohdintaa yhdessä. Sijoitustoiminnan raamit ovat kaikkien tiedossa, mikä vähentää erimielisyyksien ja ristiriitojen syntymistä. Erimielisyyksiä ei eläkelaitosten sisällä usein juurikaan ole, mutta keskustelua voivat herättää esimerkiksi joidenkin toimenpiteiden aikahorisontti tai tarpeellisuus. Myös eri omaisuuslajien edustajat voivat nähdä asiat eri näkökulmista. Asioista keskustellaan, eivätkä yksittäiset henkilöt tee linjauksia.

Kuten aiemmin on käynyt ilmi, on suuremmilla yhtiöillä määrättyjä henkilöitä hoitamassa vastuullisuusasioita, kun taas pienemmillä laitoksilla vastuullisuus on enemmän osana kaikkien

toimintaa ilman erillistä yksikköä tai henkilöä. Vastuullisuuteen keskittyvät henkilöt tekevät esimerkiksi periaatteita ja ohjeistuksia yhtiön käyttöön. Eläkesijoittajien merkitys yhteiskunnalle on suuri, mutta kaikki eivät koe siitä painetta. Merkittävien toimijoiden on myös mahdollista saada aikaan positiivista vaikutusta. Ulkopuolinen kiinnostus on luonnollista sekä tervettä ja laitokset pyrkivät olemaan toiminnassaan ulospäin avoimia.

Eläkelaitokset täyttävät lakisääteiset raportointivelvollisuutensa. Esimerkiksi PRI ja GRI ovat merkittäviä raportointityökaluja liittyen vastuulliseen sijoittamiseen tai yleiseen yritysvastuuseen. Laitosten yritysraportit ovat helposti saatavilla ja niistä käy ilmi tarpeelliset seikat ulkopuolisten tutkittavaksi. Laitokset pyrkivät kertomaan omasta toiminnastaan myös esimerkiksi blogimuotoisesti. Osa sijoittajista on mukana työryhmässä, joka pyrkii kohti yhdenmukaisempaa ilmastomuutosta koskevaa raportointia. Standardeja on olemassa, mutta ei välttämättä tarpeeksi ja toisaalta joidenkin mielestä on hyvä jättää vastauksia avonaiseksi, jotta laitokset voivat raportoida paremmin nimenomaan omasta toiminnastaan. Finanssivalvonta valvovana elimenä on sen varassa, mitä eläkelaitokset heille raportoivat. Uuden vakavaraisuuskehikon osalta Fivakin on alkanut tutkia raportoinnin yhdenmukaisuutta. He kiinnittävät huomiota mahdollisiin muista poikkeaviin ilmoituksiin, mikäli kokevat siihen tarvetta.

Laitosten sisällä viestitään ja keskustellaan vastuullisuusasioista. Osalla laitoksissa ovat määrätty henkilöt koordinoimassa ja edistämässä vastuullisuusasioita tai johtoryhmässä on mukana vastuullisuudesta vastaava johtaja. Usein kaikilla toimijoilla on vastuu toimia vastuullisesti ja edistää vastuullisuusteemoja organisaation sisällä, mutta tarkemmin esimerkiksi sijoitus- ja viestintätoiminnot voivat tehdä tiivistä yhteistyötä keskenään. Vastuullisuusasioiden käsittely on useimmiten käytännönläheistä.

Kaikkien laitosten edustajat eivät suoranaisesti kritisineet vallitsevia käytäntöjä tai pitäneet joitain osa-alueita negatiivisina. Erilaisia epäkohtia kuitenkin kävi ilmi, kuten esimerkiksi se, että usein asiat esitetään vertailukelpoisina, vaikka ne eivät niitä aina ole esimerkiksi toiminnan lähtökohtien erilaisuudesta johtuen. Ihmisten mustavalkoisen ajattelun loppumista toivottiin, sillä teemat ovat usein monisyisiä, joten aina ei ole mahdollista olla selkeästi jotain mieltä. Keskustelun tulisi siis olla aiempaa monipuolisempaa. Myös parempia standardeja esimerkiksi vastuullisuuskehikon osalta toivottiin. Asioiden kaunisteluun otti osa edustajista kantaa pohtimalla, että sitä on toki mahdollista tehdä, mutta se ei ole pitkäjänteistä tai kannattavaa. Vastuul-

lisuuteen liittyvä toiminta vaatii toisinaan runsaasti resursseja, mutta se on merkittävä osa eläkelaitosten toimintaa ja se tulisi implementoida osaksi normaalia toimintaa ja kaikkien sitoutuminen on ehdottoman tärkeää.

6.1.2 ESG-asioiden huomiointi eri omaisuuslajien osalta

Kaikissa omaisuuslajeissa ovat omat ominaispiirteensä, joten vastuullisuutta ei voi lähestyä kaikkia kohti jollain määrättyllä tavalla. Tämän toivat esiin kaikki haastateltavat jossain muodossa. Oli mielenkiintoista havaita, kuinka radikaalisti toimenpiteet eroavat eri omaisuuslajien osalta ja mitään yleisiä ohjeita ei tosiaan voi soveltaa kaikkiin. Omaisuuslajeja voi vertailla esimerkiksi likviditeetin osalta, koska se vaikuttaa ESG-työhön. Muutenkin omaisuusluokan kriteerit tulee huomioida vastuullisuuden osalta. Kaikkia sijoituskohteita tulee tutkia yksilöllisesti ja niiden välillä on eroavuuksia, mutta esimerkiksi globaalit riskit vaikuttavat kaikkiin sijoituskohteisiin. Ei välttämättä ole kannattavaa arvioida aina pelkkää tuottoaspektia ja jättää vastuullisuus huomioimatta.

Eläkelaitosten sijoitusten tutkiminen tulee osakesijoituksissa olla yksilöllistä, sillä eroavuuksia löytyy jo osakkeiden välillä omaisuusluokan sisällä. Suomalaisiin listattuihin osakkeisiin sijoittaessaan eläkeyhtiöiden edustajat tekevät vaikuttamistyötä ja toteuttavat aktiivista omistajuutta esimerkiksi yhtiökokouksissa käymällä tai muuten yritysjohtoa tapaamalla. Muuten osakesijoittamiseen kuuluvat perinteiset osakeanalyysit, joihin vastuullisuus liittyy. Sijoitettaville yrityksille lisäksi annetaan ESG-arvosana, jossa mitataan esimerkiksi vastuullisuuden tasoa sekä toimialakohtaista sijoittumista. Suorassa sijoituksessa ESG-analyysin tekeminen osa-alueidensa osalta voi olla suhteellisen yksinkertaistakin. Vastuuanalyysien tekeminen osakesijoituksissa on oltava fundamentaalista työtä.

Pääomasijoituksissa kun sijoitetaan yrityksen kasvuvaiheeseen, voi eläkeyhtiö periaatteessa vaikuttaa sijoitettavan yrityksen vastuullisuusajatteluun enemmän. Sijoitusten aikahorisontti on pitkä ja sijoittaminen tapahtuu usein jonkinlaisen pääomasijoitusrahaston kautta, jonka varainhoitaja on valittu tarkan ja huolellisen prosessin jälkeen. Sijoitettavat rahastot ovat usein sellaisia, jotka eivät käy kauppaa, vaan ennemmin omistavat ja vaikuttavat. ESG-asioihin liittyen private equity –rahastojen on oltava sitoutuneita vastuulliseen sijoitustoimintaan periaatteidensa osalta. Toki pääomasijoittaminen itsessään on riskipitoista, joka voi myös kyseenalaistaa hieman toiminnan vastuullisuutta.

Eläkelaitosten tekemässä rahastosijoittamisessa varainhoitajan valinta on tärkein tekijä, jos miettii vastuullisuutta ja sijoituskohteen sekä -strategian lisäksi myös palveluntarjoaja on arvioitava vastuullisuuden osalta. Rahastonhoitajalla on oltava kattavat resurssit riskienhallintaan sekä toiminnan raportointiin, sillä ne ovat eläkesijoittajille elintärkeitä. Eläkeyhtiöt yrittävät toisinaan saada varainhoitajia toimimaan vastuullisemmin, mutta ei suorien osakesijoitusten mittakaavassa. Rahastojen arviointi liittyy rahaston prosessiin, eli vastuullisuuden analysointiin osana itse rahaston analysointia. Aktiivisesti hallinnoitujen rahastojen tulee määritellä selkeästi vastuullisen sijoittamisen periaatteensa sekä roolinsa toimintaan. Vastuullisuuden tulee olla osana jokaista sijoituspäätöksentekoa.

Indeksisijoittamisessa ESG-asioden huomioiminen on todella hankalaa. Passiiviset indeksirahastot ovat usein laajalle hajautettuja ja sisältävät lukuisia eri sijoituskohteita, joten niissä asioiden poissulkeminen ja vastuullisten kohteiden sulkeminen pois voi olla mahdotonta.

Myös hedgerahastot ovat hankalia vastuullisen sijoittamisen osalta ja niiden sisältö sekä toimintatavat vaihtelevat keskenään voimakkaasti. Hedgerahastojen osalta vastuullisuus kulminoituu usein hallintoon liittyviin asioihin, eikä niinkään ympäristövastuuseen tai sosiaaliseen vastuuseen. Niiden osalta esimerkiksi yksi yhtiö sijoittaa vain hyvämaineisiin ja institutionaalisille sijoittajille sopiviin rahastoihin, jotka arvioidaan yleisten periaatteiden mukaisesti. Varainhoitajien on myös oltava sitoutuneita noudattamaan määrättyjä sääntöjä. Hedgerahastot ovat jo lainsäädännönkin puolesta vaikeampi sijoituskohde vastuullista sijoittamista haluaville. Vastuullisuusasioiden määrittely on hedgerahastojen osalta vielä keskeneräistä.

Kiinteistösijoitukset ovat erilaisia sijoituskohteita, kuin edellä mainitut. Arvioinnin on oltava fundamentaalista ja on pohdittava sitä, miten jokin määrätty kiinteistö hoidetaan niin, että se pysyy mukana kestävässä kehityksessä. Kiinteistöissä on hyvä huomioida energiatehokkuus sekä kulutus ja muutenkin on otettava huomioon kiinteistöalaa koskevat säädökset ja normit.

Muista sijoituksista valtionlainoissa eläkesijoittajien tulee huomioida korruptioaste ja muissa lainasijoituksissa on tutkittava esimerkiksi toiminnan vastuullisuus, ympäristönäkökulmat sekä työntekijöiden kohtelu. Esimerkiksi infrastruktuurirahastoissa vastuullisuusnäkökulma on tärkeä, sillä kyse on ihmisten perushyödykkeistä. Valuuttaan sijoittamisen voi suorittaa AAA-luokitellun liikkeellelaskijan kautta ja kyseessä ei ole sama asia, kuin suora sijoitus johonkin valtion. Vaihtoehtoisissa sijoituksissa vastuullisuusasiat ovat usein erilaiset, kuin perinteisem-

missä sijoituksissa. Kaiken kaikkiaan vastuullisuusasioiden käsittely eroaa toisistaan eri omaisuuslajien osalta. Läpinäkyvyys on kuitenkin tärkeää ja yleisesti ottaen lakia on luonnollisesti noudatettava.

6.1.3 Toiminnan lakisääteisyyden ja median roolin vaikutus sijoitustoimintaan

Eläkelaitokset hoitavat Suomessa lakisääteistä yhteiskunnallista tehtävää, joka asettaa niille vastuuta sekä haasteita. Eläkesijoittajat ovat siis julkista valtaa käyttäviä puolijulkisia toimijoita. Tämä aiheuttaa sen, että niiden on käytäyttyävä hyvän kansalaisen tavoin. Eläkelaitosten tärkein tehtävä on kattaa eläkevastuut pitkällä aikavälillä ja toiminta ei saa milloinkaan olla ristiriidassa tämän kanssa. Tämä on ohjenuora, joka ohjaa kaikkien laitosten toimintaa ja sijoitustoiminta on merkittävä osa sitä. Se on päämäärä, jonka on oltava jatkuvasti kirkkaana mielessä toimintaa tehdessä ja tulevaisuutta suunnitellessa. Lain mukaan sijoitustoiminnan on oltava tuottavaa ja turvaavaa, joten vastuullisuuden nähdään toimivan riskienhallintakeinona sekä mahdollisuuksien löytäjänä.

Vastuut realisoituvat pitkällä aikavälillä ja pitkä aikahorisontti onkin yksi merkittävä ominaispiirre eläkevarojen sijoitustoiminnassa. ESG-asiat sopivat hyvin eläkesijoittajalle tämän takia, sillä aikajänne on niissäkin usein pitkä ja asioita on katsottava laajemmin tulevaisuuteen. Lisäksi jokaisella eläkelaitoksella on olemassa yksi ainoa eläkevarallisuus, joten senkin takia sitä on kohdeltava hyvin ja sitä tulee hallinnoida asianmukaisella tavalla. Esimerkiksi pankit tai varainhoitajat voivat tarjota erilaisia vaihtoehtoja sijoittajille, mutta eläkelaitokset eivät voi menetellä kyseisellä tavalla.

Raportoinnin on oltava näkyvää, mikä liittyy hyvään hallintoon. Hyvä vakuutustapa on myös tärkeää eläkeyhtiöille, vaikka niitä eivät koskekaan jokainen toimintaa ohjaava sääntelykehikko, kuten vaikkapa Solvenssi II. Suomen eläkejärjestelmällä on EU:n poikkeuslupa. Raportointia tuotetaan mm. Finanssivalvonnalle, jonka tehtävänä on valvoa ja säännellä eläkejärjestelmää. Laissa on kuitenkin suhteellisen vähän mitään vastuulliseen tai eettiseen sijoittamiseen liittyvää: Fivan on käytännössä mahdotonta valvoa ESG-asioiden toteutumista, koska sitä ei ole reguloitu. Muunlaisia non-financial –asioita Fiva kyllä valvoo ja kokonaisuudessaan sitä, että eläkelaitokset noudattavat lakia. Vastuullisuus perustuu valvojan näkökulmasta siis pitkälti eläkelaitosten vapaaehtoisuuteen.

Eläkelaitokset tekevät jonkin verran yhteistoimintaa keskenään, mutta se on kovin rajoitettua. Sijoitustoimintaa koskeva yhteistyö ei periaatteessa ole sallittua esimerkiksi sijoitusstrategiasta keskustelemisen osalta. Yhteistoiminta liittyy mm. seminaareihin ja kiinteistöihin tai kohteisiin, joissa useampi eläkesijoittaja on mukana. Yksittäistapauksien osalta yhteistoiminta on siis joissakin tapauksissa sallittua. Myös erilaisissa työryhmissä ja projekteissa on usein mukana edustajia useammista eläkelaitoksista, jolloin sitäkin voidaan pitää laitosten välisenä yhteistoimintana. Yksi vastuulliseen sijoittamiseen liittyvä yhteistoimintakanava on suomalainen Finsif, jonka jäsenistöön ja hallitukseen kuuluu eri eläkelaitosten edustajia. Kirkon eläkerahasto on myös taho, jolta muut voivat kysellä neuvoja ja ohjeita.

Eläkejärjestelmästä uutisoidaan varsin usein ja toki haastateltavat seuraavat mielenkiinnolla sitä, mitä alasta tuodaan esille. Kaikkien mielestä lähtökohtaisesti on hyvä, että Suomen eläkejärjestelmästä uutisoidaan, vaikka kaikki ei perustuisi aina täysin faktatietoihin tai vaikka uutisointi olisikin sensaatiohakuista. Ihmiset eivät välttämättä oikein ymmärrä eläkejärjestelmän toimintaperiaatteita. Uutisointi on usein negatiivissävytteistä, mikä harmittaa haastateltavia. Samoin pelkistä kvartaalituotoista uutisoinnin voisi korvata sillä, että enemmän avattaisi eläkeyhtiöiden filosofiaa ja sijoitustoiminnan periaatteita. Uutisointi lähtee kuitenkin liikkeelle useimmiten jostain yksittäisestä raportista tai selvityksestä, mikä määrittelee uutisten luonteen yhdessä kirjoittajan oman agendan kanssa.

Haastateltavien mielipiteitä ja tuntemuksia jakoi hieman ajatus siitä, että miten uutisointi on muuttunut vuosien saatossa. Osa ei osannut oikein ottaa kantaa tai tuntenut suurempia muutoksia. Joissakin vastauksissa puolestaan selkeästi huomaa, että uutisointi on nykyään aiempaa monipuolisempaa ja laajempaa. Ennen jokin uutinen tai artikkeli saattoi koskea jotain yksittäistä sijoituskohdetta. Median rooli paineen lisäämisessä toiminnan parantamista kohtaan on tärkeä ja se on aiheuttanut muutosta joidenkin toiminnassa historian saatossa.

Myös nimenomaan vastuullisuusasioiden uutisointi on haastateltavien mielestä positiivinen asia. Kommunikointia pitäisi lisätä ja toiminnan tulisi olla avoimempaa. Oletettavaa on, että ympäristöasioita tullaan käsittelemään aiempaa enemmän tulevaisuudessa, sillä nykypäivään tultaessa niiden määrä tuntuu lisääntyneen aiemmasta.

Toiveena olisi, että median tulokulma eläkesijoittamiseen ja vastuullisuuteen ei olisi aina negatiivinen. Sijoitusvarallisuuden tuomien mahdollisuuksien sekä suomalaisia eläkesijoittajia koskevien positiivisten tutkimustulosten uutisointi tasapuolisemmin negatiivisten kanssa olisi toivottava parannus.

6.2 Tutkielman arviointi

Reliaabelius tarkoittaa, että tutkittaessa samaa asiaa kaksi kertaa, saadaan sama tulos. Toinen tapa mitata reliaabeliutta on se, jos kaksi arvioitsijaa päätyvät samanlaiseen lopputulokseen. Kolmas tapa ymmärtää reliaabelius on, että kahdella rinnakkaisella tutkimusmenetelmällä saadaan myös sama tulos. Tilanteet voivat toki muuttua edellisissä tapauksissa, jolloin se ei automaattisesti tarkoita menetelmän heikkoutta. (Hirsjärvi & Hurme 2011, 186) Reliabiliteetti voidaan laskea kolmella eri tavalla: rinnakkaismittauksella, toistomittauksella tai mittarin sisäisen konsistenssin, eli yhtenäisyyden, kautta (Metsämuuronen 2003, 94).

Tutkielmaa voidaan pitää reliaabelina, sillä haastattelut ovat saatu kaikilta merkittävimmiltä yksityisten alojen työeläkeyhtiöiltä. Mitään tärkeää osa-aluetta ei siis ole sivuutettu, kun tutkimusalueena ovat nimenomaan suomalaiset työeläkeyhtiöt. Joitain pienempiä tekijöitä olisi voinut myös ottaa mukaan, mutta sen tekeminen ei luultavasti olisi muuttanut tutkimustuloksia merkittävästi. Toisaalta tutkielman reliabiliteettia heikentää se, että haastateltavat kertoivat omasta työstään ja toimenpiteiden merkityksestä. Voi siis olla, että vastaajat eivät tiedostaen halunneet kertoa negatiivisia osa-alueita, vaan halusivat ennemmin tuoda esille omaa ja edustamansa organisaation positiivisia puolia. Edustajilta saattaa olla erittäin hankalaa saada aidosti kriittisiä näkemyksiä käsiteltäviin teemoihin.

Validiudella tarkoitetaan tutkielman pätevyyttä. Sen avulla tutkitaan, että mitaako tutkimus sitä, mitä se on tarkoituskin mitata. Tutkielman validiudesta kertoo laaja, selkeä selvitys tutkielman käytännön toteutuksesta. (Hirsjärvi ym. 2015, 231–232) Validius voidaan jakaa kahteen päätyyppiin: tutkimusasetelmavalidiuteen ja mittausvalidiuteen. Esimerkiksi ennustevalidius on osa mittausvalidiutta ja tarkoittaa sitä, että yhdestä tutkimuskerrasta on mahdollista ennustaa myöhempien vastaavien tulos. Tutkimusasetelmavalidius voidaan jakaa neljään muotoon: tilastollinen validius, rakennevalidius, sisäinen validius sekä ulkoinen validius. Esimerkiksi rakennevalidius liittyy siihen, että koskeeko tutkimus sitä, mitä sen on oletettu koskevan. Sisäinen validius tarkoittaa sitä, että jokin määrätty on aiheuttanut tapahtuneen, eikä siihen ole vaikuttanut mikään kolmas tekijä. Esimerkiksi kriteerivalidius on yksi sisäisen validiuden laji, jossa mittarilla saatua arvoa verrataan johonkin validiuden kriteerinä toimivaan arvoon. Ulkoisella validiudella tarkoitetaan tutkimustulosten yleistettävyyttä esimerkiksi erilaisiin tilanteisiin tai henkilöihin. (Hirsjärvi & Hurme 2011, 186–188; Metsämuuronen 2003, 91)

Tutkielmaa voidaan pitää validina, sillä johdannossa on kerrottu tarkasti tutkielman eteneminen ja perusteltu asiat, jotka ovat tehty tutkielmassa. Myös empiriaosuuden alussa on seikkaperäinen selvitys asiantuntijahaastattelujen toteutuksesta. Itse haastattelut etenevät tarkkaan harkittujen ja määrättyjen kysymyspatteristojen perusteella, joten se asia kielii myös tutkielman validiudesta. Tällöin vastauksia saadaan juuri haluttuihin teemoihin.

Tutkielman voidaan katsoa olevan kaikin puolin relevantti. Yhteiskuntavastuu on ajaton teema, joka nousee esiin monissa eri yritysmaailman ja elämän osa-alueissa. Lisäksi työeläkeyhtiöt ovat Suomessa merkittävimpiä institutionaalisia sijoittajia, joten niiden toimintaa tutkitaan ja se herättää myös mielenkiintoa. Suurella sijoitusvarallisuudella operoiminen tuo vastuuta, mutta myös mahdollisuuksia, joten niiden tutkiminen yhteiskunnan kannaltakin on suotavaa. Teoriaosuus alustaa aiheen empirialle, jossa asiantuntijahaastattelut tuovat vahvan sidoksen käytännön toimintaan. Tätä voidaan pitää tutkielman merkittävänä etuna pelkkään kirjallisuuskatsaukseen tai kvantitatiiviseen tutkimukseen verrattuna.

6.3 Jatkotutkimukset ja tulevaisuus

Kuten on jo aiemmin käynyt ilmi, on yhteiskuntavastuu ajaton teema, jonka voi liittää moneen eri alaan. Työeläkeyhtiöillä yhteiskuntavastuun merkitys korostuu lakisääteisestä yhteiskunnallisesta tehtävästä johtuen. Lisäksi kyse on kansalaisten eläkevaroista, joten niiden asianmukainen hallinnointi on erityisen tärkeää.

Tässä tutkielmassa tutkimusalue on rajattu yksityisten alojen työeläkeyhtiöihin, mutta asiaa voisi tutkia myös julkisten alojen eläkelaitosten tai eläkesäätiöiden ja –kassojen osalta. Nykyistekin tutkimusaluetta voisi laajentaa niihin. Yhteiskuntavastuuta ja vastuullista sijoittamista itsessään voi toki käsitellä myös erityyppisten organisaatioiden osalta: esimerkiksi muiden vakuutusyhtiöiden tai julkishallinnollisten organisaatioiden ja yhteiskuntavastuun suhdetta voisi tutkia ja tulokset voisivat olla erilaiset, kuin mitä tässä tutkimuksessa on saatu.

Tutkimusta voi jatkaa implementoimalla sitä muihin työeläkeyhtiöiden toiminnan osa-alueisiin ja sitä voi tarkastella myös yleisellä tasolla. Yhteiskuntavastuu ei ole pelkästään sijoitustoimintaan liittyvä osa-alue ja työeläkeyhtiöiden toimintaan kuuluu paljon muutakin, joten vastuullisuuden tutkiminen muistakin näkökulmista on luontevaa. Kaikkien yritysten sekä yrittäjien on

oltava jonkinasteisessa kontaktissa työeläkelaitosten kanssa, joten vastuullinen toiminta on tärkeää. Myös vahva yhteiskunnallinen asema edellyttää sitä, että laitokset hoitavat asiansa vastuullisella tavalla.

Mikäli puolestaan haluaa keskittyä johonkin kapeampaan osa-alueeseen, on vastuullisen sijoittamisen teemakokonaisuuden alta valittavissa eri osa-alueita, joita tutkia tarkemmin. Esimerkiksi hallinnon tutkiminen työeläkeyhtiöissä olisi yksi tutkittava osa-alue. Ympäristöasiat puolestaan ovat pinnalla yleisesti ja niiden tutkiminen työeläkeyhtiöiden sijoitustoiminnassa tai yleisellä tasolla voisi olla myös potentiaalinen tutkimuksen kohde.

Vastuullisuus on merkittävä osa-alue nimenomaan eläkeyhtiöiden toimintaa tutkiessa. Se voisi olla teema, jonka avulla yksittäinen yhtiö kykenisi erottumaan edukseen. Yhtiöiden välinen kilpailu on jatkuvasti käynnissä, joten kilpailuetua voisi saada yhtiö, joka profiloituisi vastuullisimmaksi toimijaksi. Muutenkin eettiset seikat ja ympäristöasiat tuntuvat olevan pinnalla, niin kyseinen lähestymistapa voisi hyvinkin olla monen yrityksen mieleen. Työeläkemaksujen maksaminen on kuitenkin työnantajille vain asia, jota ei pysty välttämään ja mitä ei voi olla maksamatta, joten sen maksaminen vastuulliselle toimijalle voisi toimia mielenkiintoisena tekijänä. Vastuullisuus on siis merkittävä osa koko työeläkealaa, sillä yhtiöiden on käytännössä pakko toimia vastuullisesti omien sidosryhmien kanssa.

LÄHDELUETTELO

Kirjallisuuslähteet

- Aula, Pekka, Mantere, Saku. 2013. Making and breaking sense: an inquiry into the reputation change. *Journal of Organizational Change Management*. Vol. 26 issue: 2, 340-352.
- Barr, Nicholas & Diamond, Peter. 2010. *Pension Reform: A Short Guide*. Oxford: Oxford University Press.
- Berry, Thomas C., Junkus, Joan C. 2013. Socially Responsible Investing: An Investor Perspective. *Journal of Business Ethics*. Vol 112, Issue 4. 707-720. First online: 4.12.2012.
- Blowfield, Michael, Murray, Alan. 2014. *Corporate responsibility*. Third edition. Oxford University Press.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex, Marcus, Alan J. 2014. *Investments*. 10. painos. McGraw-Hill Education.
- Chernomas, Robert, Hudson, Ian. 2017. *The Profit Doctrine : Economists of the Neoliberal Era*. London : Pluto Press.
- D'Ambrogio-Ola, Barbara – Suomen työeläkejärjestelmän maksujen määräytyminen ja vaka-varaisuus – Suomalaisen eläkejärjestelmän toiminta. Teoksessa Tenhunen, Sanna, Vaittinen, Risto. 2016. *Eläketalous*. 156–190. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Hansaprint Oy.
- De Graaf, Frank Jan, Slager, Alfred. 2009. Guidelines for Integrating Socially Responsible Investment in the Investment Process. *Journal of Investing*. Vol 18, Issue 3. 70–78.
- Harmaala, Minna-Maari, Jallinoja, Niina. 2012. *Yritysvastuu ja menestyvä liiketoiminta*. Ensimmäinen painos. Sanoma Pro Oy, Helsinki.
- Havakka, Pauliina, Niemelä, Mikko, Uusitalo, Hannu – Eläkevakuutus – Sosiaalivakuutuslait. Teoksessa Havakka, Pauliina, Niemelä, Mikko, Uusitalo, Hannu, 2017. *Sosiaalivakuutus*. 84–124. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Hansaprint Oy.
- Hirsjärvi, Sirkka, Hurme, Helena. 2011. *Tutkimushaastattelu – Teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Gaudeamus Helsinki University Press. Tallinna Raamatutrükikoda.
- Hirsjärvi, Sirkka, Sajavaara, Paula, Remes, Pirkko, 2015. *Tutki ja kirjoita*. 20. painos. Kirjayhtymä Oy. Bookwell Oy, Porvoo.
- Hull, John. 2015. *Risk Management and Financial Institutions*. 4th Edition. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Hyske, Anna, Lönnroth, Magdalena, Savilaakso, Antti, Sievänen, Riikka. 2012. *Vastuullinen sijoittaminen*. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Tammerprint Oy.
- Jussila, Markku. 2010. *Yhteiskuntavastuu*. Nyt. Infor Oy. Hansaprint Oy.
- Juutinen, Sirpa, Steiner, Maj-Lis. 2010. *Strateginen yritys vastuu*. WSOYpro Helsinki. Bookwell Oy.
- Kangas, Olli, Luna, Päivi. Finland: From Statutory Pension Dominance towards Voluntary Private Schemes – Emergent Nordic Multipillar Systems. Teoksessa Ebbinghaus, Bernhard. 2011. *The Varieties of Pension Governance: Pension Privatization in Europe*. 210–239. Oxford University Press.

- Kaplan, Paul D., Siegel, Laurence B. 2012. *Frontiers of Modern Asset Allocation*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Koivuporras, Titta-Liisa. 2008. Ihmiset ja pankki samaa maata? – Yhteiskuntavastuun toteutuminen pankkisektorilla. Universatis Wasaensis.
- Korpiluoma, Riitta, Grönlund, Harri, Herrlin, Ove, Kekäläinen, Jaana, Kouvonen, Keijo, Levander, Minna, Lilius, Sonja, Mustonen, Pasi, Määttä, Mikko, Perälehto-Virkkala, Anne, Takkanen, Maijaliisa, Tuomikoski, Jaakko. 2011. Työeläke. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Bookwell Oy.
- Kuvaja, Sari. 2010. Hyvä raha. Kustannus-Osakeyhtiö Kotimaa / Kirjapaja, Helsinki.
- Kuvaja, Sari, Malmelin, Karoliina. 2008. Vastuullinen yritysviestintä. Edit Prima Oy, Helsinki.
- Könnölä, Totti, Rinne, Pasi. 2001. Elinehtona eettisyys: Vastuullinen liiketoiminta kilpailuetuna. Helsinki: Kauppakaari.
- Laesvuori, Arto, Risku, Ismo, Knuuti, Juha, Keski-Heikkilä, Sari, Uusitalo, Hannu. 2009. Työeläkkeiden indeksisuoja TEL:sta TyEl:iin. Eläketurvakeskuksen raportteja 2009:1.
- Leshik, Edward, Cralle, Jane. 2011. *An Introduction to Algorithmic Trading : Basic to Advanced Strategies*. Chichester, U.K. : Wiley.
- Lo, Andrew W., MacKinlay, A. Craig. 2008. *A Non-Random Walk Down Wall Street*. Princeton University Press.
- Lyn, Esmeralda O., Zychowicz, Edward J. 2010. The Impact of Faith-Based Screens on Investment Performance. *Journal of Investing*. Vol. 19, Issue 3. 136–143.
- Metsämuuronen, Jari. 2003. Tutkimuksen tekemisen perusteet ihmistieteissä. 2. uudistettu painos. Helsinki : International Methelp Ky.
- Pulliainen, Erkki. 2008. Yhteiskuntavastuu. Ochre Chronicles Oy. Cosmoprint Oy Helsinki.
- Puttonen, Vesa, Repo, Eljas. 2011. Miten sijoitan rahastoihin. 5. uudempi painos. Helsinki : WSOYpro.
- Quiggin, John. 2010. *Zombie Economics : How Dead Ideas Still Walk Among Us*. Princeton University Press.
- Rantala, Jukka, Kivisaari, Esko. 2014. Vakuutusoppi. 12. uudistettu painos. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Hansaprint Oy.
- Rissanen, Jaana, Grönlund, Harri, Herrlin, Ove, Kouvonen, Keijo, Levander, Minna, Lilius, Sonja, Mannonen, Hillevi, Mustonen, Pasi, Perälehto-Virkkala, Anne, Suotunen, Ulla. 2017. Työeläke. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Hansaprint Oy.
- Sandberg, Joakim. 2008. *The Ethics of Investing – Making Money or Making a Difference*. Acta Universitas Gothoburgensis.
- Tenhunen, Sanna – Eläkejärjestelmien tavoitteet ja ominaisuudet – Väestö, kansantalous ja ikääntymiseen varautuminen. Teoksessa Tenhunen, Sanna, Vaittinen, Risto. 2016. Eläketalous. 47–83. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Hansaprint Oy.
- Tenhunen, Sanna, Vaittinen, Risto – Johdanto. Teoksessa Tenhunen, Sanna, Vaittinen, Risto. 2016. Eläketalous. 14–22. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Hansaprint Oy.

Vanne, Reijo – Sosiaalivakuutuksen talous – Sosiaalivakuutus yhteiskunnassa. Teoksessa Havakka, Pauliina, Niemelä, Mikko, Uusitalo, Hannu, 2017. Sosiaalivakuutus. 205–229. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Hansaprint Oy.

Vatanen, Kari – Eläkevarojen sijoittaminen ja riskienhallinta – Suomalaisen eläkejärjestelmän toiminta. Teoksessa Tenhunen, Sanna, Vaittinen, Risto. 2016. Eläketalous. 191–220. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy. Hansaprint Oy.

Wahlroos, Björn. 2015. Talouden kymmenen tuhoisinta ajatusta. Otavan kirjapaino Oy, Keuruu.

Zweifel, Peter, Eisen, Roland. 2012. Insurance Economics. Springer.

Juridiset lähteet

Eläkesäätölaki 1774/1995.

Julkisten alojen eläkelaki 81/2016.

Laki eläkelaitoksen vakavaraisuusrajan laskemisesta ja sijoitusten hajauttamisesta. 20.3.2015/315.

Laki valtion eläkerahastosta 2006/1297.

Työntekijän eläkelaki 2006/395.

Internet-lähteet

Bank for International Settlements: Basel III: international regulatory framework for banks. 2017. (<https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>, viitattu 4.12.2017)

Eläketurvakeskus: Eläkejärjestelmän toimijat. 2.11.2017. ETK 2017c. (<http://www.etk.fi/elakejarjestelmat/elakejarjestelman-hallinto-ja-valvonta/elakejarjestelman-toimijat/>, viitattu 7.12.2017)

Eläketurvakeskus: Lisäeläketurva. 30.3.2017. ETK 2017b. (<http://www.etk.fi/elakejarjestelmat/suomi/elakkeensaajien-kokonaistulot/lisaelaketurva/>, viitattu 12.10.2017)

Eläketurvakeskus: Työmarkkinaeläkkeiden merkitys eri maissa. 15.2.2017. ETK 2017a. (<http://www.etk.fi/elakejarjestelmat/kansainvalinen-vertailu/tyomarkkinaelakkeet/>, viitattu 12.10.2017)

Finanssivalvonta: Rahastojen ominaisuuksia. 3.4.2014. (<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Sijoitusrahastot/Ominaisuuksia/Pages/Default.aspx>, viitattu 20.12.2017)

Finanssivalvonta: Solvenssi II. 2.5.2017. (<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/Solvenssi/Pages/Default.aspx>, viitattu 1.12.2017)

Finnwatch: Eläkkeitä muiden maiden verorahoilla? 13.5.2014. (Saatavissa: https://www.finnwatch.org/images/pdf/elke_postfinal.pdf, viitattu 14.11.2017)

Finsif: PRI-periaatteet. 2017. (<https://www.finsif.fi/pri-periaatteet/>, viitattu 9.11.2017)

Helsinki Capital Partners: Usein kysytyt kysymykset. (<https://www.helsinkicapitalpartners.fi/usein-kysytyt-kysymykset/>, viitattu 20.12.2017)

Hänninen, Jyri, Sauli, Mikko – YLE 2.12.2017: Suomalaisen Eteran eläkerahojen reissu Venäjälle päättyi surkeasti – "Ei sovi eettisiin periaatteisiimme". (<https://yle.fi/uutiset/3-9958289>, viitattu 14.1.2018)

Investopedia: Investment Fund. 2017. (<https://www.investopedia.com/terms/i/investment-fund.asp>., viitattu 20.12.2017)

Kauppalehti 4.7.2017. WWF: Suomalaiset eläkeyhtiöt ovat ympäristöystävällisen sijoittamisen eliittiä. (<https://m.kauppalehti.fi/uutiset/wwf-suomalaiset-elakeyhtiot-ovat-ymparistoystaval-lisen-sijoittamisen-eliittia-euroopassa/j8XfRKnN>, viitattu 10.11.2017)

Kirkon eläkerahasto: Kirkon eläkerahasto on sitoutunut vastuulliseen sijoittamiseen. 2017. (<http://sakasti.evl.fi/vastuullinensijoittaminen>, viitattu 29.10.2017)

Melbourne Mercer Global Pension Index. 2017. (https://australiancentre.com.au/wp-content/uploads/2017/10/2017_MMGPI_Report.pdf, viitattu 25.10.2017)

Mikkonen, Mikael – YLE 4.7.2017. Suomalaiset eläkeyhtiöt sijoittavat ilmastoystävällisesti. (<https://yle.fi/uutiset/3-9703546>, viitattu 10.11.2017)

Morningstar: Eettinen sijoittaminen. 2017a. (<http://www.morningstar.fi/fi/glossary/100936/eettinen-sijoittaminen.aspx>, viitattu 29.11.2017)

Morningstar: Vastuullinen sijoittaminen. 2017b. (<http://www.morningstar.fi/fi/glossary/101228/vastuullinen-sijoittaminen.aspx>, viitattu 14.11.2017)

Saarinen, Merja – Kauppalehti 7.11.2017. Sinunkin eläkerahasi ovat veroparatiisissa. (<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sinunkin-elakerahasi-ovat-veroparatiisissa/xt6ESNMF>, viitattu 10.11.2017)

Suomen YK-liitto. 2017. (<http://www.ykliitto.fi/yk70v/taloudellinen/yritysten-yhteiskuntavastuu>, viitattu 27.10.2017)

Sosiaali- ja terveysministeriö: Työeläkeyhtiöiden valvonta tiukentuu. 11.11.2013. (http://stm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/tillsynen-over-arbetspensionsbolag-skarps, viitattu 22.10.2017)

Tela: Aikasarjat sijoitusvaroista. 2017i. (https://www.tela.fi/aikasarjat_sijoitusvaroista/, viitattu 20.12.2017)

Tela: Aikasarjat sijoitusten tuotoista. 2018c. (https://www.tela.fi/aikasarjat_sijoitusten_tuotoista, viitattu 21.5.2018)

Tela: Eläkevarojen sijoittaminen Suomeen. 2017h. (https://www.tela.fi/suomeen_sijoittaminen, viitattu 18.12.2017)

Tela: Erilaiset työeläkevakuuttajat. 2017c. (https://www.tela.fi/erilaiset_vakuuttajat, viitattu 7.12.2017)

Tela: Mikä Tela on? 2017f. (<https://www.tela.fi/mikatela>, viitattu 7.11.2017)

Tela: Mitä Tela tekee? 2017g. (<https://www.tela.fi/mitateemme>, viitattu 7.11.2017)

Tela: Sijoituslajikohtaiset pitkän aikavälin tuotot. 2018d. (https://www.tela.fi/sijoituslajikohtaiset_pitkan_aikavalin_tuotot, viitattu 21.5.2018)

Tela: Suomalaisen työeläkejärjestelmän rakenne kansainvälisessä vertailussa. 28.3.2017. 2017b. (http://www.tela.fi/kansainvalinen_vertailu, viitattu 10.10.2017)

Tela: Tuottoyhteenvedot. 2018b. (<https://www.tela.fi/tuottoyhteenvedot>, viitattu 21.5.2018)

Tela: Työeläkejärjestelmän historia. 2018a. (https://www.tela.fi/jarjestelman_historia, viitattu 16.5.2018)

Tela: Työeläkerahan kiertokulku. 2017a. (http://www.tela.fi/tyoelakerahan_kiertokulku, viitattu 13.10.2017)

Tela: Työeläkkeiden rahoitus. 2017d. (http://www.tela.fi/tyoelakkeiden_rahoitus, viitattu 8.10.2017)

Tela: Vastuullinen eläkesijoittaminen sopii työeläkevakuuttajille. 2017j. (<https://www.tela.fi/vastuullisuus>, viitattu 30.10.2017)

Tela: Viranomaisvalvonta. 2017e. (<http://www.tela.fi/valvonta>, viitattu 20.10.2017)

Työeläke. 4.12.2017. (<https://www.tyoelake.fi/yhteystiedot/>, viitattu 7.12.2017)

YLE Uutiset 22.11.2013. Työeläkeyhtiöiden lähipiirikaupat eivät näyttäisi tulevan julkisiksi. (<https://yle.fi/uutiset/3-6949868>, viitattu 22.10.2017)

LIITE 1: HAASTATTELUKYSYMYKSET TYÖELÄKELAITOSTEN EDUSTAJIEN HAASTATTELUIHIN

- Millä tavoin vastuullisuusasiat näkyvät sijoituspäätöksenteossanne?
 - Otetaanko jotain aina erityisesti huomioon, vai onko vastuullisuus osana jokaista päätöksentekoa?
 - Miten sijoitustoiminta on organisoitu alusta loppuun ja muuttuvatko vastuullisuusasiat jollain tapaa sijoitusprosessin eri vaiheissa (yleinen allokointi, yksittäisten osakkeiden skriinaus jne.)?
- Mitkä ovat ne osa-alueet (aseteollisuus, lapsityövoima jne.), joihin ette sijoita?
- Mihin maantieteellisiin alueisiin ette sijoita tai joihin suhtaudutte varauksella?

Millä tavoin epäselviä tapauksia käsitellään?
- Mitä muita huomioonotettavia asioita vastuullisuuden osalta on, kun pohditte sijoituskohteita?
- Millä tavoin huomioitte seuraavia asioita sijoituspäätöksissä?
 - Veroparatiisit
 - Korruptio
 - Ihmisoikeudet
- Millä tavoin ympäristöasiat ja ns. vihreät arvot vaikuttavat sijoitustoimintaan?
- Painotatteko enemmän positiivista (yhteiskunnallisesti vastuullisten sijoituskohteiden valikointi) vai negatiivista (epämieluiden sijoituskohteiden poistaminen) valikointia vastuullisessa sijoittamisessa?
- Kuinka tulkinnanvaraisuus vaikuttaa sijoitustoimintaan?
 - Onko teillä joskus erimielisyyksiä vastuullisuusasioista?
 - Keskustelletteko yhdessä jostain?
- Haastateltavan omaan organisaatioon liittyvä kysymys
- Haastateltavan omaan toimenkuvaan liittyvä kysymys
- Millä tavoin toiminnan lakisääteisyys näkyy sijoitustoiminnassa?
 - Vastuullisuuden raportointi ja läpinäkyvyys?
 - Kuinka median rooli näkyy ja mitä ajatuksia eläkeyhtiöiden sijoitustoimintaa koskevat uutisoinnit herättävät?
 - Onko ollut havaittavissa muutosta historiasta nykypäivään ja mahdollisesti tulevaisuuteen?

- Teettekö yhteistoimintaa muiden eläkelaitosten kanssa vastuullisuuteen liittyen?
- Mitä muita erityispiirteitä eläkeyhtiön on otettava huomioon verrattuna muihin institutionaalisiin sijoittajiin?
- Miten ESG-asiat ja muu vastuullisuus huomioidaan eri omaisuuslajien osalta?
 - Erityispiirteet ja eroavuudet osakkeiden, korkosijoitusten, erilaisten rahastojen, hedgerahastojen ym. osalta?
- Kuinka ESG-asioista raportoidaan?
 - Onko jokin yhteinen käytäntö organisaation sisällä ja muiden eläkelaitosten tai institutionaalisten sijoittajien osalta?
 - Olisiko raportoinnissa jotain kehittämistä ja jos on, niin mitä?
- Keskusteletteko organisaation sisällä muiden toimintojen kanssa yhteiskuntavastuusta ja jos keskustelte, niin miten eri asiat implementoidaan käytäntöön?
 - Miten vastuullisuusasiat ja niiden raportointi on järjestetty organisaatiossanne?
- Mikä on huonoa vastuullisessa sijoittamisessa tai siihen liittyvissä tekijöissä?
 - Vaatiiko paljon resursseja?
 - Onko asioita helppo kaunistella?
 - Ovatko asiat vertailukelpoisia?
 - Kääntyykö pahimmillaan itseään vastaan?
- Vapaa sana
 - Jäikö jokin merkittävä asia käsittelemättä?
 - Onko jotain, mitä haluat tuoda esille?

LIITE 2: HAASTATTELUKYSYMYKSET FINANSSIVALVONNAN HAASTATTELUUN

- Millä tavoin Finanssivalvonta valvoo työeläkeyhtiöiden toimintaa (etenkin sijoitustoiminnan osalta)?
 - Normaali raportointi?
 - Mitä muuta vakavaraisuuden lisäksi?
- Miten yksityisten alojen eläkeyhtiöiden sääntely ja valvonta eroavat julkisten alojen laitoksista sekä muista eläkesäätiöistä ja –kassoista?
- Mitä toimenpiteitä eläkeyhtiöiden osalta tehdään, mikäli ongelmia on vakavaraisuuden/vastuuvelan kanssa?
- Miten viimeisin finanssikriisi on vaikuttanut eläkelaitosten sääntelyyn ja valvontaan?
- Valvooko Finanssivalvonta jollain tapaa eläkeyhtiöiden toiminnan vastuullisuutta?
 - ESG-asioiden huomiointi?
 - Veroparatiisien käyttö?
 - Ihmisoikeusrikkomusten huomiointi, lapsityövoiman käytön paljastuminen, korruptio jne.?
 - Onko jotain toimialoja (esim. ase- tai tupakkateollisuus) tai maantieteellisiä alueita, joita kohtaan Fiva antaa ohjeistusta?
 - Onko jotain eri ohjeistuksia eri omaisuuslajeja koskien?
- Tulisiko mielestäsi sääntelyä lisätä esimerkiksi Solvenssi II-tyyppisesti ja mihin sääntelyä voisi ulottaa?
- Kuinka toiminnan avoimuuden sekä läpinäkyvyyden korostaminen näkyy Finanssivalvonnan ohjeistuksissa?
- Teettekö jonkinlaista yhteistoimintaa
 - Eläkelaitosten
 - Sosiaali- ja terveysministeriön kanssa
 - Jonkin muun elimen kanssa?
- Mitä kehitettävää on koko valvonnan ja sääntelyn osalta?
 - Onko raportointi relevanttia?
 - Ovatko asiat keskenään vertailukelpoisia?
 - Tarvitaanko mielestäsi nykyisen kaltaista vakavaraisuussääntelyä?
- Vapaa sana
 - Jäikö jotain merkittävää käsittelemättä?

- Onko jotain muuta, mitä haluat tuoda esille työeläkeyhtiöiden valvonnan tai sääntelyn osalta?
- Onko jotain muuta, mitä haluaisit korostaa Finanssivalvonnan toiminnan osalta?